Animation de la recherche

Les crises de la dette publique

XVIIIe-XXIe siècle

Sous la direction de
Gérard Béaur et Laure Quennouëlle-Corre

COMITÉ POUR L'HISTOIRE ÉCONOMIQUE
ET FINANCIÈRE DE LA FRANCE

Les crises de la dette publique

XVIII^e^-XXI^e^ siècle

Gérard Béaur et Laure Quennouëlle-Corre

DOI : 10.4000/books.igpde.6056
Éditeur : Institut de la gestion publique et du développement économique, Comité pour l'histoire économique et financière de la France
Lieu d'édition : Paris
Année d'édition : 2019
Date de mise en ligne : 12 décembre 2019
Collection : Histoire économique et financière - XIX^e^-XX^e^
ISBN électronique : 9782111294684

http://books.openedition.org

Édition imprimée
Date de publication : 10 décembre 2019
ISBN : 9782111294639
Nombre de pages : 532

Référence électronique
BÉAUR, Gérard ; QUENNOUËLLE-CORRE, Laure. *Les crises de la dette publique : XVIII^e^-XXI^e^ siècle.* Nouvelle édition [en ligne]. Paris : Institut de la gestion publique et du développement économique, 2019 (généré le 18 décembre 2019). Disponible sur Internet : <http://books.openedition.org/igpde/6056>. ISBN : 9782111294684. DOI : 10.4000/books.igpde.6056.

© Institut de la gestion publique et du développement économique, 2019
Conditions d'utilisation :
http://www.openedition.org/6540

Histoire économique et financière de la France

Dans la collection « Histoire économique et financière de la France », la série Animation de la recherche est destinée à publier des actes de colloques, ainsi que des « mélanges » consacrés à un thème ou à un chercheur particulier en histoire économique et financière.

Les traductions des communications ont été réalisées par le centre de traduction des ministères économiques et financiers.

Couverture :
Bernard Villemot (1911-1989), *Emprunt d'État 1977. 8,80 % taux actuariel brut. Capital garanti sur l'unité de compte européenne. Affiche.*
Couleur, 1977, Paris.
© Bibliothèque Forney / Roger-Viollet
© Adagp, Paris, 1977.

© Institut de la gestion publique et du développement économique (IGPDE)
Comité pour l'histoire économique et financière de la France
Ministère de l'Économie et des Finances, ministère
de l'Action et des Comptes publics – Paris 2019
ISBN 978-2-11-129463-9

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES,
MINISTÈRE DE L'ACTION ET DES COMPTES PUBLICS

Les crises de la dette publique

XVIII^e^-XXI^e^ siècle

Sous la direction de
Gérard Béaur et Laure Quennouëlle-Corre

COMITÉ POUR L'HISTOIRE ÉCONOMIQUE
ET FINANCIÈRE DE LA FRANCE

L'Institut de la gestion publique et du développement économique soutient la recherche universitaire en publiant des ouvrages en gestion publique et en histoire économique et financière dans ses collections « Gestion publique » et « Histoire économique et financière de la France ».

Dans le cadre de ses activités de recherche, l'Institut de la gestion publique et du développement économique est assisté du Comité pour l'histoire économique et financière de la France.

Sont membres de ce comité :
Edward Arkwright, Laurence Badel, Charlotte Baratin, Philippe Bezes, Bertrand Blancheton, Éric Bussière, Anne Conchon, Florence Descamps, Matthieu De Oliveira, Christian Descheemaeker, Clotilde Druelle-Korn, Sabine Effosse, Olivier Feiertag, Patrick Fridenson, Florent Garnier, Pascal Griset, Pierre-Cyrille Hautcœur, Marie-Laure Legay, Anne Lemonde, Michel Lescure, Michel Margairaz, Olivier Mattéoni, Laure Quennouëlle-Corre, Béatrice Touchelay, Mireille Touzery.

INTRODUCTION GÉNÉRALE

En 2001, la direction du Centre de recherches historiques (CRH) décida de consacrer ses Journées, alors bisannuelles, à la dette publique dans l'histoire et d'organiser un colloque sur cette question sous l'égide du Comité pour l'histoire économique et financière de la France (CHEFF). À cette époque, choisir un tel objet comme champ d'investigation présentait une certaine originalité et ne revêtait nulle urgence. Pourtant, le livre[1] qui sortit de cette rencontre scientifique et qui parut 5 ans plus tard dans la collection du CHEFF fut rapidement épuisé. Il fallut le rééditer tant il suscitait l'intérêt et répondait à un vrai besoin, surtout après 2008.

Aujourd'hui, le Comité pour l'histoire économique et financière de la France nous donne l'occasion de revenir sur la question de la dette publique avec ce nouveau livre, qui ne s'inscrit qu'à la marge sur les traces de son prédécesseur. Fruit de deux années de séminaires mensuels organisés dans le cadre de l'Institut de la gestion publique et du développement économique (IGPDE) à Bercy, il rompt évidemment avec la problématique centrale qui animait l'entreprise précédente[2]. Entre-temps, le problème de la dette publique est en effet devenu d'une actualité brûlante. La crise des *subprimes* est passée par là, avec le maelstrom qu'elle a entraîné sur le terrain bancaire, financier, économique, mais aussi social et politique. Il y a près de 20 ans, nous nous posions une question simple : peut-on concevoir des sociétés sans dette publique ? Un État peut-il survivre sans dette publique ? À l'intuition de Jean Andreau, père de cette problématique, il fallait répondre en multipliant les angles d'approche. L'Empire romain, qui n'a pas connu de dette publique, était-il une exception[3] ? Ou bien la dette publique était-elle une création récente ? Vingt historiens de l'Antiquité,

---

1. Jean Andreau, Gérard Béaur et Jean-Yves Grenier (dir.), *La dette publique dans l'histoire*, Paris, IGPDE/Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2006, consultable en ligne, https://books.openedition.org/igpde/1180.

2. Séminaire organisé par Gérard Béaur et Laure Quennouëlle-Corre, ainsi que par Jean Heffer, Tim Le Goff, Michel Margairaz et Pierre-Cyrille Hautcœur dans le cadre des séminaires de l'IGPDE (Comité pour l'histoire économique et financière de la France) sur « Les crises de la dette publique », de 2014 à 2016.

3. Jean Andreau, « Existait-il une dette publique dans l'Antiquité romaine ? », *in* J. Andreau, G. Béaur, J.-Y. Grenier (dir.), *La dette publique…, op. cit.*, p. 101-114. Les jeunes États-Unis furent une exception : Jean Heffer, « L'âge classique de la dette publique américaine (1789-1916) », *in* J. Andreau, G. Béaur, J.-Y. Grenier (dir.), *La dette publique…, op. cit.*, p. 365-392.

du Moyen Âge, des Temps modernes, de l'époque contemporaine, de l'Europe, mais aussi issus des aires culturelles (Asie, Amérique), s'efforcèrent d'apporter une réponse à cette question. De leurs contributions est issue une série de conclusions qui apportent beaucoup à notre connaissance de ce phénomène économique. Il est clair aujourd'hui que le berceau de la dette publique se situe en Italie, même si les cités grecques en avaient connu un embryon. Confrontés aux besoins d'argent de leurs cités engagées dans des guerres incessantes, les banquiers italiens imaginèrent alors d'emprunter avec un système souple de titres négociables sur le marché – même si les abbayes anglaises en avaient, de leur côté, réalisé une expérimentation. En Italie, il fallait bien trouver un système de financement qui permette de contourner le prélèvement fiscal et d'engager des mercenaires. Le modèle de la dette publique prospéra rapidement en Europe, avant de se répandre partout dans le monde. En France, c'est sans doute à François I[er] que l'on doit une vraie dette publique, même si une dette d'État existait déjà dès Saint Louis et Philippe le Bel. En réalité, peu d'États ont pu dès lors se passer de ce financement. Même la jeune République américaine, soucieuse de ne pas léguer un arriéré aux générations futures, ne put esquiver d'y recourir à la suite de la guerre de Sécession. Peut-on imaginer des États qui fonctionneraient sans aucune dette publique[4] ?

Aujourd'hui, « dette publique » rime avec « crise », et ce sont les crises de la dette publique qui focalisent l'attention. Le jour où la banque Lehmans Brothers s'est effondrée a changé la face du monde. La crise de la dette est devenue un « *topos* » et une obsession qui ont ouvert la porte à toutes les interprétations et donné de l'espace à tous les travaux savants qui parcourent cette question. Analyses, tribunes, débats pullulent depuis lors dans les médias comme dans les rencontres académiques, tandis que les agences de notation ont pris la place de la Pythie sans avoir besoin de faire le voyage jusqu'à Delphes. Il s'est donc agi pour nous d'en prendre acte et de définir un nouvel agenda censé répondre aux exigences de notre société. Et il nous a semblé que les historiens étaient particulièrement bien armés pour éclairer un tel problème. Ne disposent-ils pas d'un vaste champ expérimental, de terrains d'enquête concrets, susceptibles d'autoriser les comparaisons dans le temps et dans l'espace ? Au-delà des variations fortes du contexte dans lequel leurs observations s'insèrent, en s'appuyant

4. Gérard Béaur, « Le long passé de la dette publique », *Le Monde,* 14-15 août 2011 ; « La dette publique : une fatalité historique ? », *in Rapport moral sur l'argent dans le monde, 2011-2012, La lutte contre la criminalité et les délits financiers. Grands enjeux de la crise financière*, Arcueil, Association d'économie financière, 2012, p. 301-312 ; « Is this time different? Historiciser le surendettement des États », *in* Jean-Paul Barrière, Régis Boulat, Alain Chatriot, Pierre Lamard, Jean-Michel Minovez (dir.), *Les Trames de l'histoire. Entreprises, territoires, consommations, institutions. Mélanges en l'honneur de Jean-Claude Daumas,* Besançon, Presses universitaires de Franche-Comté, 2017, p. 513-522.

sur des faits, leurs constats ne peuvent-ils pas ainsi entrer en résonance avec les théories ou les faits énoncés ou révélés par les économistes et les sociologues, ouvrant ainsi la voie à un véritable dialogue pluridisciplinaire ?

Les 21 historiens dont les textes ont alimenté ce recueil ont donc relevé le défi. Ils ont entrepris de formuler leur expertise et de nous donner leur version des crises de la dette qui ont émaillé l'histoire des États ainsi placés sous leur scalpel. Ont été ici sélectionnés les travaux qui renouvelaient les approches sur des crises de dette comme l'expérience de Law[5], revisitaient des périodes pourtant déjà bien connues comme celle de l'Allemagne de Weimar ou la crise de la Barings en Argentine.

En apportant un éclairage nouveau sur une vingtaine d'expériences de crises de la dette publique étalées sur trois siècles, ce volume espère apporter sa pierre à l'édifice. Loin d'être exhaustif, l'ouvrage a vocation à éclairer d'un jour nouveau des crises de dette publique passées, en mettant l'accent sur plusieurs points communs à des expériences issues de périodes différentes, de pays ou de continents divers (Europe, Amériques, Afrique). Nous avons renoncé à explorer les défaillances de la gestion de la dette dans la très longue durée pour resserrer notre questionnaire sur le plan temporel et nous limiter aux trois siècles qui courent du début du XVIII^e^ siècle jusqu'à une période récente. Trois questions ont alors émergé :

– Quels sont les processus qui ont conduit à une montée inexorable de la dette publique ?

– Comment les États ont-ils pu y faire face, en gérer les dérives et l'éviter ?

– Quels ont été les moyens déployés pour sortir de l'état de crise, c'est-à-dire réduire le déficit, le service de la dette et le niveau d'endettement lui-même ?

Lors du séminaire organisé sur ce sujet de la crise de la dette, nous avions laissé « carte blanche » aux intervenants, la seule consigne étant de délivrer de nouvelles approches ou des travaux non publiés sur un sujet maintes fois revisité par les historiens et les économistes depuis la crise de la dette de la zone euro en 2010. Ainsi, alors que certains d'entre eux s'intéressent à des évolutions séculaires, d'autres se penchent sur des moments de crise aigües ; de même, tandis que des historiens cherchent à décrire les causes de surendettement, des économistes s'attachent aux conséquences ou aux politiques menées. Les approches divergent aussi selon que l'on se penche sur

5. Sur Law, voir notamment Antoin E. Murphy, *John Law: Economic Theorist and Policy-maker*, Oxford, Oxford University Press, 1997 et Nicolas Buat, *John Law. La dette, ou comment s'en débarrasser*, Paris, Les Belles Lettres, 2015.

les emprunteurs ou sur les prêteurs, sur les aspects proprement financiers ou sur les dimensions diplomatiques ou politiques. Nous avons donc organisé l'ouvrage selon les thèmes qui nous semblaient les plus saillants dans les 21 contributions retenues.

La première partie, « Surendettement chronique », montre que certains États restent dans un surendettement, certes relatif mais récurrent, qui oblige les gouvernants à chercher des solutions plus ou moins pérennes sur la moyenne ou longue durée. Les quatre articles de cette partie étudient le phénomène aux XVIII^e^, XIX^e^ et XX^e^ siècles, dans trois pays européens : la France, l'Espagne et l'Italie.

La deuxième partie, « Surendettement lié à la guerre », propose également des études sur l'Europe depuis le XVIII^e^ siècle, mais cette fois en expliquant que si ces États ont dû certes s'endetter pour faire face à des conflits, ils ont toutefois réussi à sortir d'un endettement excessif. L'idée est ici que, contrairement à ce qui est évoqué dans la première partie, l'endettement est considéré comme une conséquence directe et conjoncturelle d'une guerre, en Suède, en France et en Allemagne.

La troisième partie, « Faire défaut », met l'accent sur les cas finalement assez répandus – mais méconnus – de défauts de dette, qu'ils soient partiels, cachés ou avoués. Cette partie s'appuie sur deux exemples historiques de l'époque moderne et contemporaine :

– elle se concentre d'abord sur la France de l'époque moderne :

• d'une part, en revisitant la résorption de la dette laissée par Louis XIV entre 1715 et 1726, une période charnière, avec l'émergence d'un marché de capitaux rendant la dette publique plus liquide et plus facile à placer,

• d'autre part, en analysant les causes de l'endettement de la France depuis 1724 jusqu'à la Restauration ;

– elle met également au jour les défaillances des gouvernements espagnols successifs et les procédés qu'ils ont utilisés pour se défaire de leur dette depuis le début du XIX^e^ siècle jusqu'à aujourd'hui.

La quatrième partie, « La dette au cœur des relations internationales », donne à réfléchir sur une articulation complexe. Si la dette est parfois liée à une domination économique et monétaire, comme celle de l'Argentine au XIX^e^ siècle, elle peut aussi être un élément de négociation diplomatique ou encore être cause d'ingérence de la part d'institutions internationales. Des cas divers, qui touchent tous les continents et des époques bien différentes en termes de mondialisation et d'internationalisation de la dette, illustrent malgré tout le lien de dépendance institué par des emprunts extérieurs.

La cinquième et dernière partie, « Gérer au mieux sa dette », termine sur une note plus positive ces études sur la dette publique : oui, il existe bel et bien des exemples de dettes publiques bien gérées. L'ouvrage renseigne ainsi sur des cas très divers, depuis l'Angleterre du XVIII^e^ siècle jusqu'à la République fédérale d'Allemagne, en passant par la Russie et l'Autriche impériale de la période moderne. Les débats politiques qui entourent la dette peuvent aussi s'avérer fédérateurs pour l'affirmation d'un régime politique, comme le montrent les cas américain et allemand.

Si, d'une part, on peut être dubitatif quant aux explications quantitatives de très long terme et si, d'autre part, la contextualisation des faits reste un élément d'analyse majeur pour les historiens, des pistes de réflexion et des traits communs à toutes ces crises peuvent toutefois être avancés à partir des travaux qui sont ici présentés. Les crises de la dette publique ont des causes multiples et parcourent l'histoire de presque tous les pays du monde.

Chemin faisant, à travers le prisme offert par les cinq angles d'approche qui constituent l'armature du livre, il est possible d'esquisser des éléments de réponse aux trois grandes questions qui ont été posées initialement : comment entrer dans la crise ? Comment l'éviter ou la gérer ? Comment en sortir ?

I. POURQUOI L'ENDETTEMENT PUBLIC DEVIENT-IL UNE SOURCE DE FINANCEMENT ? COMMENT LES ÉTATS ENTRENT-ILS DANS UNE SPIRALE D'ENDETTEMENT ?

Actuellement, le niveau de la dette à l'échelle mondiale est de 237 000 milliards de dollars[6]. Cette somme colossale, vertigineuse, masque d'énormes disparités entre les États et une capacité inégale à affronter cette charge. La Chine et le Japon, qui ne sont pas considérés comme des pays à risque, affichent par exemple des taux d'endettement de l'ordre de 250 % du produit intérieur brut (PIB). À partir de quand ce passif peut-il devenir grave et faire basculer dans ce que nous appelons une crise ? Ce moment est d'autant plus difficile à identifier que le surendettement intervient généralement au terme d'un long processus. Dans ces conditions, quels sont les critères qui permettent de dire que la ligne jaune a été franchie ? Quel crédit doit-on accorder aux agences de notation, et quel crédit les créanciers leur accordent-ils ? Faut-il lier plus étroitement la question au déficit du budget, au volume de la dette ou à la charge des intérêts ?

6. Chiffres publiés par le FMI en avril 2018.

La première difficulté est donc de définir le surendettement. À partir de quelle mesure, de quel niveau, un endettement devient-il insoutenable ? Le ratio dette publique/PIB a fait long feu : dorénavant, le niveau d'endettement ne suffit plus à donner l'alerte ; s'y ajoutent pêle-mêle le niveau de déficit structurel, la dépendance aux marchés internationaux, ou encore le niveau des taux d'intérêt, qui joue sur le montant du service de la dette…

Lorsque l'on regarde dans le rétroviseur, force est de constater que le surendettement était jusqu'alors identifié de manière un peu intuitive. Notion récente et toute relative, il peut en fait se définir comme une situation financière qui n'est plus supportable par un royaume, un pays, une fédération, etc., en raison de facteurs extrêmement variés :

– soit du fait de l'incapacité de l'emprunteur à honorer ses remboursements ou le service de la dette ;

– soit en raison des conséquences prévisibles, ou perçues comme telles, sur l'économie et la société.

À des facteurs purement financiers et techniques (déficit budgétaire accru, dette flottante trop importante) qui inquiètent les marchés se greffent des risques politiques (conflit, révolution) et/ou monétaires (hausse de taux d'intérêt, inflation), qui provoquent des sentiments d'incertitude et détournent les marchés financiers de l'emprunteur. Si le surendettement est perçu comme tel, il se transforme en crise de la dette. Mais il peut être larvé, occulté ou se maintenir de manière récurrente à la limite de la soutenabilité, comme ce fut le cas pour l'État italien, souvent prisonnier de la trappe de la dette.

L'incapacité de l'État à faire face à ses engagements à court terme peut alimenter des « crises de liquidités » qui risquent de dégénérer en « crises de solvabilité » (T. Le Goff). De fait, il y a crise quand il devient impossible ou prohibitif de se refinancer auprès de créanciers inquiets et récalcitrants. Cela signifie que l'État n'a plus guère de marge de manœuvre pour rembourser les prêteurs et/ou trouver du crédit. En construisant une chronologie des crises de dette, Reinhart et Rogoff[7] ont montré que cette situation n'était pas si rare, en mettant notamment l'accent sur les nombreux défauts qui émaillent l'histoire des États, avec son lot de « *serial defaulters* », coutumiers du fait. Il s'agit là, toutefois, de situations extrêmes, tout surendettement n'aboutit pas forcément à un défaut. Les États peuvent ainsi obtenir des accommodements avec les

7. Carmen A. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, *Cette fois c'est différent. Huit siècles de folie financière,* Paris, Pearson, 2010, traduit de *This time is different: Eight centuries of financial foly*, Princeton, Princeton University Press, 2009, le compte-rendu d'Éric Monnet dans *Histoire et mesure*, t. 25-2, 2010, p. 165-169.

créanciers, ou encore mettre en œuvre des procédés de contournement ou de camouflage.

La première explication à cette position critique – la plus courante – est le financement de conflits, qui appelle un effort budgétaire que l'impôt ne suffit pas ou plus à fournir. L'Europe en a donné maints exemples, depuis l'époque moderne jusqu'au siècle dernier. Si le phénomène est bien connu pour le XVIII^e^ siècle, le constat reste valide au XX^e^ siècle, au moins jusqu'à la guerre du Vietnam. En cela, on peut dire que la dette est « la fille de la guerre »[8]. Un conflit crée ou creuse le déficit et provoque mécaniquement la progression du niveau de dette publique (T. Le Goff) ; plus encore que la guerre elle-même, la sortie de guerre, en cas de défaite et même en cas de victoire[9], peut elle-même accroître le montant de la dette. Non seulement un conflit militaire coûte cher, mais il est encore devenu de plus en plus onéreux avec le temps. Les hostilités nécessitent non seulement des dépenses élevées, mais un financement immédiat. Il est donc difficile d'exiger un surcroît d'impôt aussi fort de la part des contribuables, et plus complexe encore de faire rentrer aussi rapidement les prélèvements correspondants. Pour peu que l'impôt rentre mal (par l'incurie de l'appareil étatique, la grève, voire la révolte des contribuables, ou tout simplement par leur appauvrissement engendré par une dépression économique[10]), on peut se retrouver dans une impasse (S. Guerre). Lorsque les rentrées d'impôts ne suffisent plus, il faut alors changer de mode de financement et passer par le crédit – une solution que l'Autriche, la Russie ou la Suède expérimentèrent au fil du XVIII^e^ siècle. Même en Angleterre, à partir de la guerre de la Ligue d'Augsbourg et, plus encore, de la guerre de Succession d'Espagne, la dette publique explosa pour atteindre des niveaux impressionnants (A. Murphy). Alors que l'Allemagne impériale finança ses dépenses militaires en 1914-1918 en grande partie par l'emprunt et par la monétisation de sa dette, ses choix financiers conduisirent, plus que les exigences des réparations du traité de Versailles, à l'hyperinflation dans l'après-guerre (M. Spoerer).

---

8. Maurice Aymard, « En guise de conclusion », *in* J. Andreau, G. Béaur, J.-Y. Grenier (dir.), *La dette publique…, op. cit.*, p. 473-488.

9. C'est par exemple le cas de la France au sortir de la Première Guerre mondiale, qui affichait un taux de dépenses publiques sur revenu national de 270 % ; voir Alfred Sauvy, *Histoire économique de la France entre les deux guerres*, t. 3, Paris, Economica, 1984. Voir aussi Florence Descamps et Laure Quennouëlle-Corre (dir.), *La mobilisation financière pendant la Grande Guerre. Le front financier, un troisième front*, Paris, IGPDE/Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2015, consultable en ligne, https://books.openedition.org/igpde/4117.

10. Sur la crise financière dans les dernières années du règne de Louis XIV, Alain Guery, « Les finances de la monarchie française sous l'Ancien Régime », *Annales, Économies, Sociétés, Civilisations*, vol. 33, n° 2, 1978, p. 216-239.

Au fil des siècles, les racines des crises de la dette ont changé en même temps que de nouveaux principes en ont modifié les contours. Nous nous devons donc de mettre l'accent sur ces changements.

Depuis la fin du XIX^e^ siècle, la substitution d'un État-providence à un État-guerrier, pour parler court, en fut le premier signe. Les dépenses sociales ont grimpé à la verticale un peu partout, provoquant un accroissement régulier des dépenses publiques. Aujourd'hui, alors que la dette publique explose et que de nombreux États sont surendettés, ce n'est pas tant la guerre qui plombe leurs finances que les dépenses :

– d'une part, de l'État-providence dans les domaines sociaux ;

– d'autre part, de ce que nous appellerons par commodité un « État-pompier », fondé dans certains pays à intervenir de plus en plus couramment pour soutenir l'activité économique et les entreprises en difficulté.

Parmi les 17 000 milliards de dollars de la dette américaine, on peut ainsi estimer que 10 % seulement proviennent de l'engagement américain en Irak et en Afghanistan.

Les liens entre les marchés des capitaux et la dette sont sans doute plus précoces et plus intenses qu'on ne l'imaginait, mais ils sont plus forts que jamais depuis les années 1980. Dans la vague libérale qui a succédé aux politiques keynésiennes, la remise en question du rôle de l'État dans les économies s'est accompagnée d'une diminution des prélèvements obligatoires (excepté en France) et d'une augmentation des dettes publiques. Dans le même temps, pour financer les déficits budgétaires croissants des pays industrialisés, la libéralisation et le décloisonnement des marchés de capitaux ont favorisé le recours à l'endettement public, tandis que la révolution technologique a permis une accélération de la mondialisation et de la volatilité des flux de capitaux.

Néanmoins, au-delà de ces changements de contexte d'une époque à l'autre, certaines lignes de force se dégagent. Le financement par la dette reste ainsi possible tant que les créanciers estiment que l'État reste solvable, tant qu'ils calculent que le crédit accordé est rentable, tant qu'ils ne trouvent pas ailleurs de placements plus profitables, ou aussi longtemps qu'ils ne décident pas de sanctionner un État pour des raisons politiques.

Il est bien clair que la souscription des emprunts et donc le succès d'une émission dépendent étroitement de ces paramètres. La confiance envers la crédibilité du gouvernement anglais et sa ferme volonté d'honorer ses obligations financières ont en effet fondé le succès de la gestion de la dette anglaise (A. Murphy). Le financement de la dette d'État est donc, de fait,

tributaire du marché de l'argent (J. Félix) – et non seulement de l'abondance des capitaux disponibles, mais aussi du coût du crédit et des taux ordinairement pratiqués, voire de la concurrence des pays étrangers également en situation de débiteurs.

Inversement, la perte de confiance envers la solidité du crédit public peut gripper le système. Il en fut ainsi après Waterloo, lorsque le gouvernement de la Restauration ne trouva plus les ressources nécessaires pour financer ses dépenses, et notamment les indemnités de guerre demandées par les Alliés (F. Démier)[11]. L'argent ne manquait pas et la France s'acquitta ainsi de ses dettes – comme elle le fit à nouveau en 1870, dans des conditions relativement similaires à l'égard de son vainqueur, l'Allemagne. Il ne suffit donc pas que les capitaux soient disponibles, encore faut-il que les détenteurs de capitaux acceptent de les mettre à disposition.

Dans le présent ouvrage, plusieurs exemples donnent une autre dimension à la naissance de l'endettement public : il s'agit du besoin de capitaux qui se fait sentir lors de l'entrée d'un pays dans une phase de développement économique, dans la croissance au sens moderne du terme, voire dans le capitalisme. La Grande-Bretagne ouvrit le bal au XVII^e^ siècle, suivie par la monarchie française, les Habsbourg puis la Russie tsariste. L'appel à l'emprunt se conjugua aussi avec la marche vers l'unité nationale et avec la naissance des États (en Italie et aux Amériques, par exemple). On lui retrouve une certaine consanguinité avec la constitution d'un État fort, qui s'appuie sur sa légitimité politique pour emprunter. La dette peut devenir un élément fondateur des États modernes.

À l'issue de la guerre de Sécession, la dette publique devint ainsi le symbole du rôle central du nouvel État fédéral dans l'économie nationale et elle fit partie des sujets débattus âprement lors des élections les plus disputées (N. Barreyre). Elle s'invita également dans le débat démocratique en RFA dans les années 1970, lorsque l'endettement public augmenta du fait de la crise économique et fut présenté comme un moyen de consolider la démocratie, puis comme un danger pour une démocratie menacée par un surinvestissement de l'État et la faillite économique. Le débat sur la dette se trouva ainsi profondément lié en Allemagne à la question de la stabilisation de la démocratie (M. Dubois).

11. Michel Bruguière, *La première Restauration et son budget*, Genève, Droz, 1969.

II. COMMENT GÉRER LA DETTE ET ÉVITER LE SURENDETTEMENT ?

Si certains empires ou certains pays ont effectivement sombré dans un surendettement chronique qui, souvent, les conduisit fatalement au défaut[12], les solutions qui y ont été apportées ont divergé. Ainsi, alors que certains (tels que la Grande-Bretagne et l'Autriche) réussirent à surmonter leur fort endettement, d'autres y parvinrent difficilement, au prix de crises financières, sociales et économiques : la France de Louis XIV et l'Allemagne de Weimar en sont les exemples les plus connus. Pour cette dernière, les effets conjugués de la réforme monétaire de 1923-1924, qui réduisit la dette impériale, et de l'annulation quasi totale des réparations après le moratoire Hoover permirent à l'Allemagne d'alléger considérablement sa dette publique (M. Spoerer). En Italie, depuis l'unification nationale, les divers gouvernements qui se sont succédé sous des époques marquées par le libéralisme constitutionnel, le fascisme ou la démocratie républicaine ont maintenu, ou subi, des niveaux élevés de la dette de l'État (G. Conti).

D'autres éléments – conjoncturels, politiques, voire culturels – entrent également en ligne de compte, qui seront évoqués au fil de ces pages.

Les solutions les plus simples pour éviter le surendettement consistent :

– soit à ne pas emprunter (ou le moins possible) ;

– soit à s'employer à rembourser le capital de la dette.

On sait toutefois qu'une alternative existe : refuser de payer, faire défaut, quelles qu'en puissent être les conséquences à terme.

A. Le refus d'emprunter

On sait que Napoléon n'aimait pas la dette ; lors de sa chute, la dette publique française était ainsi extrêmement modeste (F. Démier), surtout si on la compare à celle, abyssale, de l'État anglais (peut-être 250 % du PIB). Il est donc tentant de penser qu'un État peut se financer uniquement ou largement par le seul prélèvement fiscal et qu'il peut donc échapper à la dette. Si cela est concevable, force est de constater que ce n'est pas l'État endetté jusqu'au cou, l'Angleterre, qui

12. Pour l'Amérique latine, Carlos Marichal, *A Century of Debt Crises in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820-1930*, Princeton, Princeton University Press, 1989, et *Bankruptcy of Empire: Mexican Silver and the Wars Between Spain, Britain, and France*, Cambridge, Cambridge University Press, 2007. Pour l'Espagne, Francisco Comín, *Las crisis de la deuda soberana en España (1500-2015)*, Madrid, Catarata, 2015.

fut le perdant de ce conflit interminable avec la France. Il y est parvenu grâce à un mode de gestion de la dette particulièrement efficace[13] – même si Anne Murphy bat en brèche l'idée que tout était écrit d'avance et que tout fut aussi facile qu'on a tendance à le croire. Il fallut bien accroître la pression fiscale et consentir des taux d'intérêt élevés dans des cas graves. Cependant, quels que fussent les épisodes délicats traversés par les finances anglaises, en lien avec des phases d'incertitudes politiques, voire économiques ou militaires, la crédibilité de l'État assura progressivement la confiance des créanciers.

B. Le remboursement du capital de la dette

En réalité, il n'était guère possible de se dispenser de la dette en cas d'urgence ou de dépression économique. Face à la montée des dépenses à engager, les États durent progressivement se résigner à se tourner vers un financement à crédit ; la Suède, la Russie, l'Autriche ont illustré cette évolution[14] en faisant appel à des intermédiaires qui avançaient l'argent nécessaire, quitte à ce que ces derniers en tirent un solide bénéfice. Ainsi les Habsbourg utilisèrent-ils massivement le crédit juif dans la première moitié du XVIII^e^ siècle, et par la suite également – à un moindre degré il est vrai. Il fallait de toute façon consentir des avantages importants aux créanciers en termes de taux de crédit et leur concéder des garanties ; en outre, il était usuel d'assigner des recettes fiscales ou d'attribuer en compensation des privilèges commerciaux ou miniers au paiement des annuités ou au remboursement de l'emprunt. Ceci était aussi vrai en Espagne, avec les *juros* et les *asientos*, que pour les Habsbourg, qui aliénaient les revenus du cuivre ou du mercure de Silésie. L'inconvénient était que l'on réduisait ainsi les revenus de l'État, et que l'on risquait donc de creuser le déficit.

Pour réduire la dette, ou tout simplement pour couvrir les dépenses courantes, les États firent flèche de tout bois, utilisant la dette flottante, la dette à long terme, voire les avances de la banque centrale quand elle vit le jour. L'émission de billets a constitué un premier volet de cette politique : sous forme d'assignats, de *vales reales*[15] ou sous d'autres noms encore, elle permettait en effet de payer les créanciers. Elle n'était cependant pas sans danger. Des émissions

13. Parmi toutes les références citées par Anne Murphy, Peter G. M. Dickson, *The Financial Revolution in England: A study in the development of public credit*, Londres, Ashgate, 1967.

14. Sur le déficit chronique de l'Autriche et la résilience de la monarchie, Jean Bérenger, *Les Habsbourg et l'argent de la Renaissance aux Lumières*, Paris, Presses de l'université Paris-Sorbonne, 2014.

15. Piero Tedde de Lorca, « Los vales reales y las finanzas de la monarquía española (1780-1808) », *in* Carlos Álvarez-Nogal et Francisco Comín (dir.), *Historia de la deuda pública en España (siglos XVI-XXI)*, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales et Red Arca Comunis, 2015.

désordonnées créaient ainsi de l'inflation et une hausse des prix, tandis que le cours de la monnaie-papier fléchissait, quand il ne s'effondrait pas (N. Platonova, E. García Guerra).

La dette pouvait également être consolidée sous forme de rentes, soit à terme (ce qui est classique), soit perpétuelle, voire viagère. Dans le cas de la dette perpétuelle, le capital n'était pas destiné à être remboursé, donc la question de son remboursement ne se posait pas, tandis que les titres circulaient et alimentaient un marché[16]. Le risque était évidemment de continuer à emprunter en chargeant de plus en plus le service de la dette jusqu'à ce qu'il devienne insupportable. L'alternative que représentaient les émissions de titres de rente viagère était particulièrement appréciée des créanciers au XVIII^e^ siècle et la monarchie française en fit un usage intensif – sans que l'opération soit, pour autant, aussi désavantageuse pour lui qu'on le croit généralement (J. Félix)[17].

La création d'une banque indépendante telle que la Banque d'Angleterre ou la Banque de Vienne, fut une solution pour « sanctuariser » la dette. Dans ce registre, des émules eurent un sort moins heureux et déclenchèrent de terribles banqueroutes, comme celle de la banque de Law[18] ou celle de son symétrique anglais, la Compagnie de la mer du Sud[19]. En France, la Caisse d'amortissement – ou plutôt les caisses d'amortissement créées à l'issue de chaque conflit au XVIII^e^ siècle[20] – et la Caisse d'escompte (T. Le Goff) participèrent de cette volonté de se débarrasser de la dette. Elles connurent également des succès variables, avant que la Caisse d'amortissement instaurée par la Restauration ne connaisse un meilleur sort et ne rétablisse une confiance passablement ébranlée par les épisodes antérieurs.

Une alternative consiste à se procurer les fonds nécessaires, surtout en cas de conflit, en mobilisant des subsides issus de pays étrangers :

– soit sous la contrainte. La Suède ne finança-t-elle pas ainsi la grande guerre du Nord sur le dos des Saxons, des Polonais et des Russes (P. Ericsson et P. Winton) ?

---

16. Katia Béguin, *Financer la guerre au XVII^e^ siècle. La dette publique et les rentiers de l'absolutisme,* Seyssel, Champ Vallon, 2012 et « La circulation des rentes constituées dans la France du XVII^e^ siècle. Une approche de l'incertitude économique », *Annales HSS*, n° 6, 2005, p. 1229-1244.

17. François R. Velde et David R. Weir, « The Financial Market and Government Debt Policy in France, 1746-1793 », *Journal of Economic History*, vol. 52, n° 1, 1992, p. 1-39.

18. François R. Velde, « The Life and Times of Nicolas Dutot », *Journal of the History of Economic Thought,* vol. 34, n° 1, 2012, p. 67-107.

19. Sur le *South Sea Bubble*, voir les références citées par Anne Murphy dans cet ouvrage, note 1 de sa communication « La restructuration de la dette de l'État en Grande-Bretagne (1693-1799) ».

20. Tim J. A. Le Goff, « Les caisses d'amortissement en France (1749-1783) », *in L'Administration des finances sous l'Ancien Régime,* Paris, IGPDE/Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 1997, p. 177-196.

Il est bien connu que les pays « libérés » par les armées françaises au moment des guerres révolutionnaires acquittèrent des sommes considérables qui contribuèrent notablement au financement de la Convention et du Directoire ;

– soit de manière volontaire. Le recours à la banque (juive en Autriche mais anglaise ailleurs, ou encore génoise, et surtout hollandaise) fut systématique, en usant de l'entregent de médiateurs et en s'appuyant sur des réseaux solides. Le soutien de l'Angleterre à l'Autriche, et cela dès la guerre de Succession d'Autriche, mais aussi à la Suède dès la guerre de Sept Ans, ou à la Russie durant les *French Wars*, explique en partie la résilience financière de tous ces pays. Même l'Espagne, qui privilégia pendant longtemps l'appel au financement intérieur, se résolut à recourir aux créanciers hollandais après la guerre de Sept Ans (E. García Guerra). En retour, ce soutien contribua à justifier la dépendance politique envers l'État bienfaiteur et mit l'emprunteur à la merci des banques des pays étrangers.

III. SORTIR DU SURENDETTEMENT

Qu'il s'agisse d'un monarque ou d'un gouvernement républicain ne pouvant plus faire face à ses remboursements, le décideur politique dispose en théorie de plusieurs moyens de régler la crise, souvent évoqués au fil des chapitres :

– le défaut (la « banqueroute des deux tiers » en 1797) ;

– l'inflation (sous l'Espagne franquiste) ;

– la levée d'impôts ;

– la consolidation de la dette flottante (celle de la dette suédoise au XVIII^e^ siècle) ;

– la conversion des emprunts (cas de la France au XIX^e^ siècle) ;

– la croissance économique enfin, qui est aussi, avec le temps, l'une des voies les plus vertueuses pour résorber la dette (la France des Trente Glorieuses).

Tous ces moyens ont été peu ou prou utilisés au fil des siècles par les gouvernants, autour du monde, aux fins de surmonter le surendettement. Parfois ils n'y parvinrent pas, et firent alors défaut ; parfois encore, ils refusèrent d'assumer les dettes passées, comme celles du régime tsariste après 1917[21] (A. Straus).

Certains États naviguèrent d'un surendettement à un autre, tel l'État espagnol, dont nous avons évoqué les nombreuses mésaventures à la suite de Francisco

21. Rappelons que le concept de « dette odieuse » fut formulé en 1927 par Alexander Sack, un juriste russe.

Comín[22]. De fait, les États ont rarement payé l'intégralité de leurs dettes. Dans un passé pas si lointain, les spoliations, les confiscations et les exactions au détriment des créanciers ont été monnaie courante. Il suffisait de revenir sur les abus des prêteurs et de les condamner pour leurs malversations ou extorsions. Ainsi, en France, en 1716, la Chambre de justice et le premier visa[23] qui fut alors institué entreprirent de sanctionner les gens d'affaires, les comptables, les banquiers et les fournisseurs afin de réduire le poids d'une dette publique colossale engendrée par les guerres louis-quatorziennes. Après l'échec de Law, un nouveau visa permit de réduire la dette au détriment des créanciers (F. Velde). Les Habsbourg de leur côté ne se privèrent pas d'oublier leurs engagements à l'égard de leurs créanciers, notamment à l'égard de la banque juive, qu'ils avaient pourtant largement sollicitée (J. Bérenger). En Espagne, les Bourbons pratiquèrent une politique de réduction autoritaire de la charge de la dette, de sorte que si l'État espagnol était de plus en plus endetté, le service de la dette restait modeste au début du XIX^e^ siècle.

Les restructurations de dette, les défauts de paiement, les « banqueroutes », que l'on présente hardiment comme des événements épouvantables, ne furent pas rares[24]. Parmi ces « banqueroutes », celle des « deux tiers » initiée par le Directoire est restée célèbre, puisqu'elle permit de rayer d'un trait de plume – pour présenter les choses simplement – les deux tiers de l'endettement du régime révolutionnaire.

En fait, les États ont bien plus souvent esquivé le remboursement de leurs créanciers par une méthode plus douce et plus insidieuse : l'impôt inflationniste. Il en fut ainsi avec les assignats pendant la Révolution, et le gouvernement espagnol usa du même procédé au XVIII^e^ siècle. Au sortir de la Grande Guerre, en France à nouveau, une hausse des prix de 40 % en 1920 arrangea bien les affaires de l'État et des débiteurs. Après la Seconde Guerre mondiale, on loua l'habileté de la politique de reconstruction telle qu'elle fut alors conduite dans le pays, mais c'était oublier que ce redressement s'effectua au prix d'une forte inflation[25]. La hausse des prix fut en effet spectaculaire, avec 48 %, 52 %, 50 % et 59 % respectivement

22. Voir aussi Francisco Comín, « Default, rescheduling and inflation: Public debt crises in Spain during the 19th and 20th centuries », *Revista de Historia Económica*, vol. 30, n° 3, 2012, p. 353-389.

23. Visa : inventaire des titres détenus par les créanciers pour réduire la valeur de ceux qui sont considérés comme acquis dans des conditions jugées douteuses.

24. Marie-Laure Legay, *La Banqueroute de l'État royal. La gestion des finances publiques de Colbert à la Révolution française*, Paris, Éditions de l'EHESS, 2011.

25. Patrice Baubeau et David Le Bris, « La IV^e^ République » et « La Seconde Guerre mondiale : les coûts cachés d'une dette colossale miraculeusement disparue », *in* Michel Lutfalla (dir.), *Une histoire de la dette publique en France*, Paris, Classiques Garnier, 2017, p. 159-177 et 179-207, fruits de leur communication « Comment la dette publique est entrée par la porte, et sortie par la fenêtre, 1938-1958 » au séminaire de Bercy sur les crises de la dette publique en 2015.

en 1945, 1946, 1947 et 1948 ! Le règlement du problème de la dette passa bien par ce que certains appellent « l'euthanasie des rentiers »[26]. L'inflation n'est-elle pas un moyen légitime et indolore de se débarrasser de la dette ?

Sans user de ces moyens brutaux ou détournés, il est possible de procéder à des réaménagements, des restructurations par lesquels les créanciers consentent à une réduction des sommes censées leur revenir, ou plus encore de recourir à des reconversions qui permettent de minorer le service de la dette. Car c'est bien l'autre point délicat qui menace les finances publiques : un service de la dette écrasant qui déséquilibre totalement le budget. C'était le cas en France en 1789 lorsqu'il absorbait environ 50 % des recettes de l'État.

L'Ancien Régime n'est pas mort du poids de la dette, mais du déficit qu'elle engendrait, qui, inéluctablement, semblait en passe de paralyser le fonctionnement même de l'État.

Il fallait donc renégocier la dette pour faire chuter le niveau des intérêts et ainsi réduire le déficit budgétaire[27]. Tous les gouvernements – espagnols, français, russes, suédois, anglais même – multiplièrent alors ces fameuses conversions de rentes. De telles acrobaties financières supposaient que les créanciers y consentent en considérant que l'opération était avantageuse, que le placement soit jugé suffisamment rémunérateur ou que la solvabilité du débiteur soit assurée. Les restructurations sont toujours en cours dans les périodes plus récentes, depuis les renégociations de dettes, opérées par le club de Paris ou le Fonds monétaire international (FMI) auprès des pays les plus endettés, ou par la Banque centrale européenne (BCE) auprès des membres de la zone euro.

Bien sûr, on peut préférer avoir recours à un recours massif à l'impôt et/ou à la réduction des dépenses publiques. Néanmoins, une politique d'amortissement de la dette n'est pas facile à conduire. Les plans de remboursement des emprunts, ou du volume d'assignats en circulation, n'eurent pas toujours l'efficacité escomptée comme ce fut le cas sous le régime tsariste. Réduire la charge de la dette c'est en effet réduire le train de vie de l'État, et donc sacrifier transferts sociaux, investissements, emplois et salaires de la fonction publique et/ou augmenter la

---

26. Selon l'expression célèbre de Keynes dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936), reprise notamment par Bruno Théret dans « Apogée et déclin du rentier de la dette publique dans le "grand" XIX^e^ siècle libéral (1815-1935). Éléments pour une réévaluation du développement historique du capitalisme en longue période », *Économie et Sociétés*, série Œconomia, n° 14, 1991, p. 87-136.

27. Sur le refus de L'Averdy de procéder à une banqueroute au sortir de la guerre de Sept Ans et son succès pour faire baisser les taux d'intérêt, Joël Félix, *Finances et politique au siècle des Lumières. Le ministère L'Averdy, 1763-1768*, Paris, IGPDE/Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 1999, consultable en ligne, https://books.openedition.org/igpde/1982.

pression fiscale. Encore faut-il que cette politique d'austérité soit supportable politiquement et économiquement, c'est-à-dire que les assujettis la subissent sans murmurer et qu'ils aient les ressources nécessaires pour s'en acquitter. Cela explique que ce choix politique, tel qu'il était proposé par Desmarets à la fin du règne de Louis XIV, ait pu sembler impraticable (S. Guerre).

L'augmentation de la pression fiscale comme la diminution des transferts opérés par l'État ont en effet un coût économique, sans parler du coût politique. Ce choix fut pourtant celui de l'Empire ; il explique le mécontentement des campagnes au moment de sa chute. Maintenir des prélèvements mal supportés tout en diminuant brutalement les dépenses militaires, comme le fit le baron Louis, ne pouvait non plus satisfaire les populations au début de la Restauration (F. Démier). On sait que la Régence tourna le dos à cette option, qui tente pourtant régulièrement les économistes et les politiques libéraux et que réfutent les partisans d'une relance, surtout depuis l'énoncé des recettes keynésiennes. D'une manière générale, la question de l'acceptabilité de l'impôt par les contribuables s'invite toujours et oblige à réfréner les tentations de solder la dette par la pression fiscale.

L'austérité est censée diminuer un endettement excessif, mais à tout prendre le risque pour le malade est bien de mourir guéri, puisqu'elle mène tout droit au ralentissement de la machine économique et donc à l'affaiblissement des revenus de l'État. Elle entretient ainsi le déficit et donc la montée de la dette, symétrique de son affaissement par les économies réalisées et/ou les compléments de recette obtenus. Il existe un effet pervers que l'on peut déceler, qui passe par le ralentissement de la consommation et/ou de l'investissement et donc de l'activité économique, et de là par la chute des rentrées fiscales. Il s'agit de parier que la réduction des dépenses sera plus forte que la réduction des recettes. L'expérience historique ne valide pas vraiment cette hypothèse.

Faut-il alors s'engager dans une autre voie ? Et si l'on ne peut pas faire chuter le numérateur dans le ratio dette/PIB, faut-il agir sur le dénominateur et donc laisser filer le déficit ? On sait bien que cette politique passe :

– soit par un engagement financier de l'État et par le sacrifice de l'objectif d'équilibre budgétaire ;

– soit par une politique monétaire accommodante, au risque de laisser dévisser la monnaie.

Jusqu'où peut-on aller dans cette voie ? Jusqu'au point où les créanciers alarmés cessent de souscrire aux emprunts demandés par le pays débiteur ou exigent des taux d'intérêt exorbitants qui conduisent tout droit au défaut de paiement. On a trop d'exemples récents pour qu'il soit utile d'insister ici sur ce point.

Conclusion

Pour paraphraser Ernest Labrousse, les crises de dette sont révélatrices des structures des États, des économies et des relations économiques internationales dans lesquelles elles interviennent. Phénomène conjoncturel, elles mettent au jour des fragilités monétaires, financières, mais aussi celles des structures économiques et commerciales et des systèmes politiques eux-mêmes ; une dette excessive peut en effet enclencher des réajustements drastiques du cadre politique et de la gestion de l'impôt. La déclaration bien connue de Camille Desmoulins dans la France pré-révolutionnaire, « Bienheureux Déficit, tu es devenu le Trésor de la Nation », résume bien le caractère déstabilisateur ou bienfaiteur de la dette. En Suède, le redressement des finances eut un prix : il fallut engager de profondes réformes politiques à deux reprises (P. Ericsson et P. Winton) pour obtenir les fonds nécessaires.

Tirer quelques conjectures

La perspective de longue durée que nous avons choisie pour le livre offre ici une belle matière à réflexion, car elle montre que certains pays ont une propension à s'endetter de manière chronique (France, Italie, Espagne), tandis que d'autres réussissent à contenir leur niveau de dette publique (Grande-Bretagne, voire États-Unis et Allemagne). En fait, ces comportements contrastés renvoient à des choix politiques et aussi à des contraintes héritées du passé. Politique étrangère agressive ou non, intensité de l'intervention dans la sphère économique ou sociale, capacité à lever l'impôt et à le faire peser sur ceux qui peuvent le payer, respect ou non des équilibres sociaux, structure financière et bancaire, autant de facteurs qui orientent ou non vers le surendettement. Celui-ci dépend cependant, en dernier ressort, du degré de confiance que les créanciers, et notamment les prêteurs étrangers, accordent à l'État emprunteur pour rembourser les prêts consentis. Ce degré de confiance se matérialise, corrélativement, dans leur engagement financier (ou refus d'engagement) et dans le taux qu'ils croient devoir exiger, en comparaison de celui dont ils pourraient bénéficier sous d'autres cieux. La gravité de la crise de dette dépend aussi du degré de dépendance à l'égard des créanciers extérieurs ou, inversement, du degré de financement par les autochtones, qui peut minorer le risque d'insolvabilité[28]. Aujourd'hui, l'énorme endettement japonais n'est supportable que parce qu'il

28. Sur la dette extérieure en Amérique latine dans la longue durée, Carlos Marichal Salinas, *La deuda externa de Latinoamérica, 1820-2010*, Mexico, El Colegio de Mexico, 2014.

est largement couvert par l'épargne japonaise et qu'il est donc fonction des priorités que se fixent les consommateurs, les épargnants et les investisseurs.

Pourtant, si la dimension internationale des crises de la dette constitue un important aspect de l'ouvrage, et elle participe à son unité. Elle s'inscrit dans des contextes financiers très différents.

De tout temps, les États ont en effet fait appel à des emprunteurs extérieurs : banques privées, monarchies ou états alliés, puis organismes internationaux. La dette, ferment d'alliance entre les États, maintient toutefois les emprunteurs en état de dépendance vis-à-vis du prêteur, comme l'Espagne, l'Argentine ou la Grèce au XIX^e^ siècle. La dimension politico-diplomatique des dettes souveraines est ici largement abordée, que ce soit pour décrire les emprunts du royaume de Suède lors des conflits ou les négociations franco-soviétiques sur la dette russe qui s'éternisèrent entre 1918 et 1927, sans pour autant aboutir avant la Seconde Guerre mondiale ; les échanges diplomatiques analysés par André Straus éclairent et complètent la position des épargnants français récemment revisitée[29].

L'internationalisation de la dette a cependant rendu les États plus vulnérables aux déplacements fulgurants des capitaux, soucieux d'obtenir le maximum de garanties et les taux les plus élevés. Que la confiance s'affaisse, que les taux d'intérêt progressent ailleurs et le refinancement devient plus ardu. Les agences de notation, qui existent pourtant depuis fort longtemps, contribuent également à accroître une telle instabilité. Leur rôle est de plus en plus médiatisé et elles jouent comme des caisses de résonance pour les déficits jugés excessifs.

Une autre nouveauté pour la période contemporaine est mise en relief dans ce livre. Elle réside dans le poids croissant des organisations financières internationales, qui non seulement interviennent pour régler les crises de dette, mais parfois les aggravent. On connaît le développement des institutions de Bretton Woods (FMI, Banque mondiale) après 1945, qui sont progressivement intervenues dans les politiques économiques des États en difficulté ; tandis que depuis 1956, le club de Paris étudie le rééchelonnement des dettes publiques des pays les plus endettés. L'ouvrage livre ici des analyses plus pointues sur leur rôle.

C. Farquet explique ainsi comment, au sortir de la Première Guerre mondiale, l'Autriche s'est vu imposer des politiques d'austérité par la Société des Nations (SDN), qui, par ce biais, put exercer une influence sur les finances publiques autrichiennes et poursuivit des objectifs politiques précis, aux fins de

29. Kim Oosterlinck, *Hope Springs Eternal. French Bondholders and the Repudiation of Russian Sovereign Debt*, trad. A. Bulger, New Haven, Yale University Press, 2016.

réduire les secteurs dominés par la social-démocratie et l'armée. Ce cas de dette « importée » est entré en résonance avec les politiques libérales menées par le FMI et la Banque mondiale dans les États africains pour résorber leur crise de surendettement dans les années 1980, ces politiques ayant fini par aggraver leur niveau de dette (M. Raffinot). Enfin, V. Duchaussoy montre comment la zone franc est devenue, dans la seconde moitié XX^e^ siècle, le champ d'intervention de trois intervenants extérieurs qui ont convergé dans les politiques libérales imposées aux États membres : les institutions de Bretton Woods, l'Union monétaire ouest-africaine (UMOA) et la France.

Pour leur part, les pays neufs ont été amenés à importer des capitaux pour financer leur développement, tandis qu'ils exportaient une ou deux matières premières, devenant ainsi dépendants de la situation économique internationale ; leurs déficits conjugués du budget et de la balance des paiements conduisirent parfois à des situations financières dangereuses. Ce fut le cas de l'Argentine en 1890, qui subit un retournement de conjoncture dans le système de l'étalon-or. La politique de la Banque d'Angleterre amoindrit les effets déflationnistes de la crise dans son pays par un report brutal et durable de l'instabilité sur un pays exportateur de produits primaires (P. Verley). Plus généralement, les pays dits « périphériques » ou « émergents » subissent la domination monétaire et financière des pays développés, qui imposent leur taux d'intérêt dans un régime de taux de change flottants ; voir les exemples du Mexique, de l'Argentine et de pays d'Afrique durant la crise des années 1980.

Dans le contexte de mondialisation et de libéralisation financière qui s'est développé depuis la seconde moitié du XX^e^ siècle, la volatilité des mouvements de capitaux oriente les taux et crée le *spread*. Les spéculateurs d'aujourd'hui ont pris un ascendant incomparable avec ceux des siècles passés sur les sociétés et les économies du monde. La dette est plus que jamais un moteur des marchés financiers, eux-mêmes piliers des économies financiarisées.

Nouvelles perspectives

Au-delà de ces considérations, le livre ouvre la réflexion sur trois autres questions.

Qui est à l'origine de ces crises de dette lorsqu'elles deviennent aiguës ? L'irresponsabilité des gouvernants, leur manque de lucidité, de courage et leur incompétence sont fréquemment montrés du doigt pour en expliquer la genèse. Le surendettement est souvent le résultat du laxisme fiscal et du gaspillage, voire du détournement des deniers publics. Il a donc des racines politiques.

En fin de compte, ce que soulignent également plusieurs articles de l'ouvrage, c'est la responsabilité des prêteurs dans le surendettement et, *in fine,* dans la crise de dette. Que ce soit sous l'Ancien Régime ou à l'époque contemporaine, les banques ont toujours prêté aux riches monarques comme aux jeunes États, aux républiques comme aux dictatures. Or, des exemples précis abondent de prêts donnés sans garantie, sans évaluation des risques. On connaît la responsabilité des banques occidentales dans la crise de la dette des pays émergents des années 1980, on connaît moins le rôle des banques dans les banqueroutes françaises du XVIII^e^ siècle ou dans l'amplification des crises de dette due à la crise de la Baring (P. Verley) ou encore dans la gestion de la dette autrichienne au XVIII^e^ siècle. Les crises de dette renvoient ainsi à une responsabilité collective des pays prêteurs et emprunteurs, participant à un même système économique international. Ceci est encore plus vrai dans les grandes périodes de mondialisation financière, comme au XIX^e^ siècle et dans le dernier quart du XX^e^ siècle.

Si les crises de la dette ont encore plus de retentissement aujourd'hui dans le public, c'est que le risque n'est plus l'affaire de quelques banquiers souscrivant des effets royaux ou des emprunts d'État. Les grands groupes bancaires actuels détiennent dorénavant tous les leviers de la finance internationale : de prêteurs, ils sont devenus les premiers acteurs sur les marchés et les premiers détenteurs des actifs financiers – dont les dettes souveraines. Les banques sont, dans nos sociétés modernes, les premiers agents de la financiarisation des économies, dans la mesure où elles drainent et détiennent les revenus d'une fraction écrasante de la population, alors même qu'elles ont élargi leur palette de métiers. La création des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) dans les années 1980 en France (sur le modèle anglo-saxon), destinés à améliorer le placement de la dette publique sur les marchés financiers internationaux, illustre bien le système de cogestion de la dette publique institué entre État et grandes banques internationales, qui existait de manière informelle auparavant (D. Maître).

Progressivement, la « bancarisation » de l'économie puis la mondialisation des échanges, alliées à l'utilisation des dépôts de l'ensemble des citoyens pour des investissements en obligations d'État ou dans des produits dérivés, ont fragilisé l'ensemble des avoirs du corps social. Toute défaillance d'une banque oblige donc politiquement l'État à intervenir et à soutenir le secteur bancaire. On assiste ainsi à un renversement spectaculaire des rapports entre l'État et les banques : au lieu de voir celles-ci mises en danger par les défauts des États – comme ce fut si souvent le cas dans l'histoire –, ce sont les États qui ont dû se surendetter afin de pallier les carences bancaires. La récente et vertigineuse progression de la dette publique depuis 2010 en est en grande partie la conséquence.

La dette publique a-t-elle des effets délétères sur l'économie et la société ? On sait qu'une bonne partie des arguments qui ont été produits jusqu'à récemment ont emporté la conviction qu'un niveau élevé d'endettement a un caractère néfaste pour l'ensemble de l'économie. Les positions de Rogoff et Reinhart ont alimenté une intense polémique et ont accrédité l'idée qu'il existe une corrélation entre le niveau de la dette publique et la croissance[30]. Mais corrélation vaut-elle lien de causalité ? Est-ce la dette publique qui entraîne la crise économique ? Les expériences historiques nous ont montré :

– d'une part, que des formes de crise autres que des crises de dette publique altèrent les équilibres macroéconomiques : crises de change, crises monétaires, crises bancaires, crises de l'endettement privé… ;

– d'autre part, que les liens de causalité dette publique/croissance sont complexes et à double sens.

On a observé dans le passé des situations dans lesquelles un haut niveau de dette était synchrone avec un développement économique accéléré : la Grande-Bretagne n'a-t-elle pas réussi sa révolution industrielle avec un niveau de dette record au début du XIX^e^ siècle ? La France des Trente Glorieuses n'a-t-elle pas surmonté son endettement chronique grâce à son taux de croissance de plus de 5 % ? Actuellement, la croissance chinoise est-elle ralentie par l'explosion du niveau d'endettement ?

Historiquement, la croissance est l'un des facteurs vertueux qui ont pu rendre la dette soutenable. Ce modèle est-il reproductible à l'infini ?

---

30. La question a été débattue bien avant la crise actuelle : voir l'article cité par Giuseppe Conti, Olivier Blanchard, Jean-Claude Chourqui, Robert Hagemann et Nicola Sartor, « The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question », *OECD Economic Studies*, n° 15, Autumn 1990, p. 7-36, spéc. 8.

Selon la règle de Maastricht, la dette publique ne doit pas dépasser 60 % du PIB. C. Reinhart et K. Rogoff ont prétendu que le taux de croissance commencerait à décroître (de 0,1 %) à partir de ce niveau. Mais, selon eux, c'est au-delà de 90 % que la récession menacerait vraiment. L'essentiel de la critique a porté sur une erreur de calcul dans un tableau Excel, mais aussi sur la démonstration que la croissance a été possible avec un fort taux de dette publique. Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, « Growth in a Time of Debt », *American Economic Review*, vol. 100, n° 2, 2010, p. 573-578 ; Alexandru Minéa et Antoine Parent, « Is High Public Debt Always Harmful to Economic Growth? Reinhart and Rogoff and Some Complex Nonlinearities », *HAL*, 2012, https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00700471 ; Antoine Parent, « Jadis et naguère, la vision des crises financières dans l'histoire, selon Reinhart et Rogoff », *Revue économique,* vol. 62, n° 6, 2011, p. 1095-1104.

SURENDETTEMENT CHRONIQUE

DES HABSBOURG AUX BOURBONS : LES MODÈLES DE FINANCEMENT DE LA DETTE PUBLIQUE EN ESPAGNE DE LA FIN DU XVII^{e} AU XVIII^{e} SIÈCLE[1]

Elena María García Guerra

Introduction

Afin de faire face au déficit financier provoqué par l'excès de dépenses, les Habsbourg se sont fréquemment endettés auprès des marchands étrangers, grâce à un endettement de court terme, avec un taux d'intérêt élevé (dette flottante). Mais ils ont également fait appel à l'offre financière interne, pour un endettement à long terme et moins cher (dette consolidée), par le biais des *juros* (des obligations engageant la garantie de chacun des revenus que la Couronne a collectés). Cependant, ces deux modalités d'un endettement global croissant n'ont pas constitué des lieux cloisonnés et ont, au contraire, permis des passages et des transferts entre une forme de dette et l'autre.

Cela a précisément obligé la Couronne à augmenter les impôts et à créer de nouvelles charges, tout en augmentant la pression fiscale sur les contribuables et en accablant la Castille, le principal territoire de l'Empire. Toutefois, en dépit des efforts consentis par la population castillane, il a été impossible de faire face au service d'une énorme dette ; la Couronne a donc dû chercher à faire baisser les intérêts de la dette, grâce à plusieurs mesures. Sur le long terme, ces dispositions ont surtout réussi à détériorer la garantie représentée par l'État et à faire baisser la valeur des *juros*. Puis, déjà au XVIII^{e} siècle, les Bourbons ont cherché à limiter l'endettement et à favoriser son amortissement, même s'ils n'ont cessé d'intervenir pour faire baisser la valeur des créances, ce qui a également contribué à leur échec.

1. Ce travail s'inscrit dans le cadre du projet de recherche : « El papel de los mercados financieros y la gestión de los negocios mercantiles en las economías de la Monarquía Hispánica, ca. 1550-1650 », Ministère de l'Économie et de la Compétivité, HAR2013-45788-C-4-2-P.

I. LA DETTE PUBLIQUE SOUS LES HABSBOURG

A. Les *juros* et l'évolution du marché de la dette publique

L'émission de titres de dette publique dont les intérêts devaient être versés à l'aide des recettes de certains impôts et taxes royaux est une vieille tradition en Castille. Ces titres étaient appelés des *juros*. Un *juro* était donc une rente délivrée par le roi d'Espagne, dont les annuités étaient assignées sur une recette et une caisse de cette recette données. Ces rentes pouvaient être accordées gracieusement : c'était le cas le plus souvent des *juros* viagers, d'une ou deux vies (celle du bénéficiaire et celle de son héritier). Mais elles pouvaient aussi être vendues, l'acte de vente précisant alors si elles étaient rachetables ou perpétuelles. Dans le cas des rentes rachetables, il revenait au roi de décider de la restitution du principal, qui le libérerait de l'obligation de verser des annuités (*juros al quitar*). Les rentes perpétuelles étaient celles dont il s'engageait à ne jamais racheter la rente. Les recettes fiscales grevées par les *juros* étaient choisies parmi celles qui étaient partie intégrante du patrimoine royal. L'ensemble des *juros* formait un type de dette particulier qui engageait le Trésor à très long terme : la dette consolidée, appelée *situado*[2].

Les *juros* étaient ainsi le moyen le plus courant et le plus direct par lequel un particulier pouvait prêter de l'argent à l'État. Par ailleurs, le roi pouvait contraindre des personnes à en devenir détenteurs. En effet, il utilisait souvent cet instrument financier à titre d'indemnité en cas d'expropriation ou de réquisition (par exemple de métaux précieux venus d'Amérique) ou de contrepartie à la prestation de certains services, ou bien encore il obligeait les détenteurs à acheter des titres par le biais de distributions forcées, comme cela se produisit au XVII^e^ siècle (1640, 1646 et 1649)[3].

Sous le règne de Charles Quint et de Philippe II, l'intérêt pour les *juros* s'accentua ; le Trésor royal les émettait en grandes quantités et le marché les absorbait sans difficulté. Le rendement d'un *juro* était toujours exprimé en partie pour mille : 20 000 pour mille, 14 000 pour mille, etc. Ce qui signifie que pour obtenir une rente annuelle de 1 000 maravédis[4], l'investisseur devait remettre

---

2. Deux ouvrages classiques, très utiles pour une première approche du thème de notre étude : Alberto Castillo Pintado, « Los juros de Castilla. Apogeo y fin de un instrumento de crédito », *Hispania,* n° 23, 1963, p. 43-70 et Pilar Toboso Sánchez, *La deuda pública castellana durante el Antiguo Régimen (Juros),* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, 1987.

3. E. García Guerra, « La banca y el crédito en España durante los siglos XVI-XVIII », *in* Alfredo Alvar Ezquerra (dir.), *La economía en la España Moderna,* vol. 14, 2006, Tres Cantos, Madrid, Editorial Itsmo, p. 264-265.

4. La monnaie de compte de Castille.

20 000 (ou 14 000) maravédis à la Couronne ; en d'autres termes, le rendement de son investissement était de 5 % par an. À l'origine, les *juros* avaient un taux d'intérêt élevé : de 10 000 à 20 000 pour mille, avec une majorité de titres à 14 000 pour mille, soit 7,1 % par an.

Le principal devait être restitué au bout d'un certain temps. À cette fin, la Couronne eut recours à un mécanisme très dangereux : vendre des *juros* pour s'acquitter du montant à verser avec les rentrées d'argent. Évidemment, au fil des décennies, l'écart entre le montant dû et le montant obtenu se réduisait de plus en plus. Pour faire face au poids des *juros*, le roi utilisa un procédé appelé *crecimiento* (augmentation), consistant à faire baisser unilatéralement leur taux d'intérêt. Un *juro al quitar* de 10 000 maravédis pour mille était un titre qui donnait droit à une rente annuelle de 1 000 maravédis en contrepartie d'un versement initial de 10 000 maravédis et qui cessait de produire ses effets si le roi restituait ces 10 000 maravédis. Son taux d'intérêt était de 10 %. Le roi pouvait toutefois augmenter le prix de ce titre à 20 000 pour mille, c'est-à-dire abaisser son taux d'intérêt à 5 %, à condition, cependant, de le racheter pour 20 000 maravédis au lieu des 10 000 initialement versés par le preneur[5].

Avec le temps, les hommes d'affaires génois, principalement, prirent le contrôle d'une grande partie des *juros*, ce qui s'explique par trois facteurs :

– premièrement, jusqu'en 1557, des *juros* étaient remis aux banquiers en garantie des prêts à court terme (ou *asientos*)[6] qu'ils consentaient sans qu'ils puissent les vendre avant le remboursement des prêts. Si le remboursement tardait trop, les banquiers pouvaient cependant en vendre tout ou partie jusqu'à hauteur de la somme prêtée. Ces *juros* étaient appelés :

• soit *juros de caución* (*juros* de garantie) ; il s'agissait de sortes de gage, de sûretés qu'il n'était possible d'exécuter qu'en cas de défaillance éventuelle des garanties originellement prévues,

• soit *juros de resguardo* (*juros* de protection), que le banquier pouvait mettre sur le marché dès qu'il les recevait, mais qu'il devait rembourser à la Couronne lorsqu'il percevait le montant de l'argent avancé par le biais de l'*asiento* ;

---

5. E. García Guerra, « La banca y el crédito en España… », art. cit., p. 266. Pour plus d'informations sur la façon dont ce processus a permis d'aboutir en 1608 à la signature de la convention-cadre avec les Génois et sur les débats suscités par les Cortès à ce propos, voir Alberto Marcos Martín, « Deuda pública, mercado crediticio y actividad económica en la Castilla del siglo XVII », *Hispania,* vol. 73, n° 243, 2013, p. 133-160.

6. Hormis le fait de représenter un transfert d'argent en faveur de la Couronne, l'opération financière (dénommée *asiento*) pouvait se délocaliser afin de satisfaire les obligations à payer, y compris à l'étranger – et en monnaie étrangère. Ainsi, le contrat signé – souvent grâce à la concession d'un droit régalien – avec des prêteurs (dénommés *asentistas*) permettait à la Couronne de disposer de l'argent aux moments et aux endroits convenus.

– deuxièmement, par la suite, des *juros* ont été remis à titre de paiement des *asientos* ;

– troisièmement, la Couronne offrait, outre de nombreux *asientos*, des récompenses gracieuses (*adehalas*), dont beaucoup étaient des autorisations de manipuler librement les titres de dette[7]. Tout ceci explique, comme la Couronne elle-même le constata avec surprise après 1557, que les bénéficiaires d'*asientos* commencèrent à rechercher des *juros*, mais dans le but de les vendre immédiatement en baissant d'un, de deux ou même de trois points leur taux d'intérêt[8].

B. Pourquoi investir dans les *juros* ?

Avant 1575, la valeur nominale des *juros* sur le marché était de 30 millions de ducats (1 ducat = 375 maravédis). À partir de cette date, la valeur des *juros* mis en vente et achetés chaque année atteignait 2 millions de ducats. En Castille, un certain nombre de rentiers vivaient, ou essayaient de vivre, des intérêts de ces *juros*. Les Castillans considéraient donc ces titres comme des investissements relativement rentables, surtout à partir de la seconde moitié du XVI^e siècle, lorsque l'investissement agricole devint moins attractif et, plus tard, lors de l'effondrement des secteurs industriel, commercial et bancaire. Les banquiers étrangers et la Couronne tirèrent profit de ces difficultés, qui leur permirent d'attirer, à des fins de spéculation ou pour financer la guerre, une masse de capitaux provenant d'investisseurs cherchant à faire fructifier leur épargne[9].

---

7. E. García Guerra, « La banca y el crédito en España… », art. cit., p. 267.

8. Les banquiers génois contrôlaient le marché des *juros* et firent de leur mieux pour en assurer la rentabilité, jusqu'au moment où ce marché arriva à saturation.

9. Comme dans le cas des rentes (*censos*), il est fréquent de rendre la dette publique des XVI^e et XVII^e siècles responsable d'une bonne partie des maux dont souffraient l'économie espagnole en général et celle de la Castille en particulier. Il est indéniable que la souscription de la dette publique, en faisant rentrer des capitaux dans la trésorerie royale, a permis à celle-ci de financer une grande partie des guerres à l'étranger et que ce sont d'autres territoires qui ont bénéficié des retombées positives des dépenses publiques de guerre ; mais ces critiques contemporaines cachent peut-être la résistance de la noblesse à l'ascension sociale de roturiers enrichis – qui avaient commencé à vivre de leurs rentes, comme les hidalgos – et ne doivent pas être considérées comme une analyse rigoureuse des effets de la dette publique sur l'économie.

Le duché de Milan représente un cas diamétralement opposé à celui de la Castille. En Lombardie, l'endettement public à long terme n'eut pas pour conséquence la diminution des flux de capitaux vers les investissements productifs, ni leur renchérissement. Les titres de créance, sources d'autres crédits – surtout dans les domaines commercial et agricole –, permirent de soutenir les dépenses publiques et le train de vie somptuaire des grandes familles. Giuseppe De Luca, « Entre mercado financiero y economía: la deuda pública del Estado de Milán bajo los Austrias », *Hispania,* vol. 73, n° 243, 2013, p. 105-132.

Toutefois, les acquéreurs de *juros* devaient garder à l'esprit que la valeur des titres dépendait aussi des recettes fiscales, de leur ancienneté et du bien sur lequel ils avaient été assignés, ainsi que de l'évolution de la situation économique du territoire soumis à imposition. Un autre élément important à prendre en compte est que, souvent, ces recettes étaient tellement grevées qu'une grande partie des montants dus ne pouvait être versée, par manque de rentrées d'argent.

L'endettement avait en réalité atteint un tel niveau qu'il était devenu impossible de payer une grande partie des *juros* par manque de revenus. En d'autres termes, un montant plus élevé de paiements que les revenus effectivement collectés avait été placé sur une rente. De nombreux titres ne furent pas payés « *por no caber* » (par manque de revenus), bien que le droit au paiement du titulaire n'ait pas été remis en cause. Dès le XV^e^ siècle, tous ceux qui recevaient des revenus du roi se démenèrent pour que les rentes qu'ils recevaient proviennent des régions où ils vivaient, afin de ne pas avoir à supporter les coûts de transferts monétaires et, en même temps, de pouvoir surveiller les percepteurs chargés des paiements et faire ainsi pression sur eux. De 1623 à 1632, les frais qu'il était nécessaire d'engager pour se faire payer les *juros* oscillaient entre plus de 2 et 10 % et représentaient en général 5 % de la rente théorique[10].

Malgré tout, beaucoup de *juros* conservèrent un cours élevé sur le marché secondaire de la dette, marché indubitablement peu transparent, sur lequel les contacts avec les réseaux qui le contrôlaient comptaient beaucoup. Par conséquent, au lieu de ne s'intéresser qu'au prix nominal inscrit sur le titre pour étudier les *juros*, il est indispensable de tenir compte du prix réellement versé par les investisseurs, surtout lorsque l'opération se faisait de manière libre[11].

C. Les risques liés aux investissements en *juros*

Mais au début du XVII^e^ siècle, divers facteurs contribuèrent à l'effondrement du *juro* :

– d'abord la loi (*pragmática*) du 26 janvier 1608, qui abaissa le taux d'intérêt des *juros* à 5 %, mesure qui fut étendue, à partir d'octobre 1621, à tous ceux qui donnaient droit à la perception d'un taux supérieur ;

---

10. E. García Guerra, « La banca y el crédito en España… », art. cit., p. 266-270.

11. Carlos Álvarez Nogal, « La demanda de juros en Castilla durante la Edad Moderna: los juros de alcabalas de Murcia », *Studia Historica, Historia Moderna*, n° 32, 2010, p. 53 et « La rentabilidad de los juros de Castilla en el siglo XVII », *in* Carlos Álvarez Nogal et Francisco Comín (dir.), *Historia de la deuda pública en España (siglos XVI-XXI),* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales-Arca Comunis-Universidad de Málaga, 2015, p. 92.

– ensuite les confiscations de *juros* intervenues pendant les années 1625 à 1629-1630[12] ;

– finalement, les mesures prises en 1635 et en 1636 à la suite de l'entrée de la France dans la guerre de Trente Ans, qui donnèrent lieu au prélèvement d'une *media annata* sur les *juros*. Ce terme désigne une contribution d'une demi-annuité, prélevée tous les ans sur les *juros* non privilégiés[13].

L'étude réalisée par le professeur Fernández de Pinedo sur les variations des *juros* basés sur les *alcabalas* (impôts sur les transactions) de Séville détenus par une famille de Bilbao a estimé l'intérêt moyen mensuel qu'elle a perçu entre 1590 et 1632 à, *grosso modo*, 3 %. Naturellement, il faut déduire de cette somme les frais que nous venons de citer. Mais il reste que le Trésor royal n'a versé que 3 %[14].

Dans le même ordre d'idées, grâce aux registres qui mentionnent les (fréquentes) baisses de la valeur nominale de la monnaie divisionnaire décrétées par les rois de Castille tout au long du XVII^e^ siècle, nos recherches ont mis en évidence un fait très peu connu des historiens spécialisés dans l'étude de la dette publique espagnole. Ces registres permirent, en effet, aux hommes d'affaires de surmonter les nombreux problèmes rencontrés par les titulaires de *juros* lorsque la collecte des rentes qui leur revenaient n'atteignait pas le montant attendu ou requis. Concrètement, les actes notariés contiennent des déclarations et des plaintes amères des titulaires de *juros* dans lesquelles ils déclarent qu'ils n'ont pu recevoir les revenus de certaines rentes, du fait des pertes enregistrées par les trésoriers qui devaient les recouvrer, en raison précisément de la dévalorisation de la monnaie divisionnaire.

Les lois (*pragmáticas*) qui ont été promulguées tout au long du XVII^e^ siècle pour prendre ce type de mesures portent les dates de 1628, 1642, 1652, 1658-1659, 1661, 1664 et 1680. Leur mise en œuvre équivalait à la suppression de la

---

12. Des titres détenus par des Génois firent également l'objet de confiscation. Voir C. Álvarez Nogal, « Los genoveses y la incautación del interés de los juros de Castilla en 1634 », *in* Manuel Herrero Sánchez, Yasmina Rocio Ben Yessef Garfia, Carlo Bitosi et Dino Puncuh (dir.), *Génova y la Monarquía Hispánica (1528-1713),* Gênes, Società Ligure di Storia Patria, 2011, p. 775-801.

13. « Une mesure révolutionnaire dans la mesure où elle s'en prenait directement aux privilèges fiscaux des puissants et qui s'explique seulement par l'épuisement des ressources ordinaires du Trésor royal », Antonio Domínguez Ortiz, « Juros y censos en la Castilla del Seiscientos: una sociedad de rentistas », *in* Antonio Miguel Bernal (dir.), *Dinero, moneda y crédito en la Monarquía Hispánica*, Madrid, Marcial Pons, Edition de Historia, 2000, p. 794.

14. Emiliano Fernández de Pinedo, « La deuda pública y los juristas laicos (1550-1650) », *in* A. M. Bernal (dir.), *ibid.*, p. 810-822 ; E. García Guerra, « Las decisiones en materia monetaria de la Monarquía castellana del siglo XVII y su incidencia en el funcionamiento del crédito entre particulares », *in* A. M. Bernal (dir.), *ibid.*, p. 575-592 ; E. García Guerra, « Las bajas de la moneda de vellón en la Corona de Castilla durante el siglo XVII. Una aproximación a sus efectos económico-fiscales y sociales », *Gaceta Numismática*, n° 181, juin 2011, p. 21-32.

moitié ou du quart de la valeur faciale des monnaies divisionnaires de cuivre, ou d'alliage de cuivre et d'une faible portion d'argent. Ces baisses successives de la valeur des pièces de monnaie en circulation se traduisaient par la diminution du montant des collectes effectuées par les trésoriers et propriétaires, et par *falta de cabimiento* (impossibilité de payer les intérêts accumulés) qui en résultait. Il était nécessaire de résoudre ce problème d'une façon ou d'une autre. D'après les témoignages que nous avons recueillis, le trésorier répartissait habituellement les pertes entre les titulaires de *juros* en fonction de l'ancienneté de leurs privilèges de *juros* et ne faisait droit qu'à certaines réclamations. Cette façon de procéder était habituelle dans les périodes de baisse de la valeur de la monnaie et, après la dévaluation de 1652, le dommage qu'elle avait causé aux revenus de la rente fut réparti entre ceux des titulaires de *juros* qui n'étaient pas allés percevoir leur rente à temps[15].

D. Conséquences du « plafond fiscal »

Étant donné que le gonflement de la dette publique est l'un des faits les plus notoires de l'histoire des finances espagnoles à l'époque des Habsbourg, il convient de se demander comment la Couronne de Castille put financer le nombre croissant de *juros*. Les derniers travaux de recherche ont mis en évidence une relation entre la multiplication de ces titres et la hausse des recettes ordinaires du Trésor sous le règne de Philippe II, ces recettes étant celles utilisées pour payer les intérêts des *juros*. Ayant renoncé à restituer le principal des *juros*, la Couronne concentra son attention sur le paiement des intérêts et choisit d'augmenter ses recettes ordinaires à cette fin[16].

Aussi bien en valeur nominale que réelle, les recettes ordinaires du Trésor atteignirent leur niveau maximal à la fin des années 1630 et au début des années 1640, puis eurent ensuite tendance à baisser. Étant donné qu'au cours de cette période des quantités considérables de *juros* continuaient à être émises, le montant des intérêts que la Couronne devait verser chaque année aux détenteurs

15. E. García Guerra, « A la defensa de sus derechos. Tesoreros y recaudadores ante la devaluación monetaria de 1628 », *in* Ernesto García Fernández et Pere Verdés Pijuán (dir.), *En busca de Zaqueo: los recaudadores de impuestos en las épocas medieval y moderna,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales-Arca Comunis, 2012, p. 159-172 et E. García Guerra, « The Deflation of 1652 Fractional Coin: Bad Business for the Castilian Tax system in Early-Modern Castile », *Journal of European Economic History*, vol. 43, n°1-2, 2014, p. 83-122.

16. José Ignacio Andrés Ucendo, « Una hacienda permanentemente endeudada: impuestos y deuda pública en la Castilla del siglo XVII », *in* C. Álvarez Nogal et F. Comín (dir.), *Historia de la deuda pública en España…*, *op. cit*., p. 67.

de ces titres augmenta bientôt plus vite que ses recettes ordinaires. En 1687, la valeur théorique du *situado* des *juros* avait atteint 102 % de ces recettes. Pour alléger la charge que représentait le *situado*, la Couronne eut recours, à partir du milieu des années 1630, à la *media annata*. Ainsi, en 1687, le montant net des intérêts ne représentait en fait que 59 % des recettes ordinaires. Toutefois, cette situation nuisait à l'attractivité des titres de la dette publique castillane, contrairement à ce qui se passait à la même époque dans les Provinces-Unies et en Angleterre[17].

L'incapacité du Trésor castillan à augmenter ses recettes fiscales à partir des années 1640 résulte du fait que celles-ci étaient constituées, en grande partie, d'impôts indirects (pour beaucoup sur la consommation), dont le recouvrement fut affecté par la crise économique et démographique que traversait alors la Castille – surtout les villes, les principaux centres de consommation et de commercialisation du royaume.

Par conséquent, la Couronne se résigna à appliquer une politique de resserrement budgétaire, qui fut l'une des causes du changement d'orientation de la politique extérieure castillane au cours des dernières décennies du siècle. Cette politique devint moins ambitieuse et plus modeste, mieux adaptée aux véritables possibilités financières du royaume[18].

II. LE TEMPS DES BOURBONS (XVIII^e SIÈCLE)

A. Contexte économique et approche générale de la dette publique

Il convient de rappeler que pendant tout le XVIII^e siècle, certaines tendances héritées des siècles passés se transformèrent en handicaps structurels qui affectèrent l'économie en général et ses aspects monétaires : le crédit en particulier. Nous faisons allusion à la fuite des métaux précieux, à laquelle vint s'ajouter un élément décisif, le financement des guerres dynastiques. Dans ce contexte, quelles furent donc les caractéristiques et l'évolution de la dette publique au XVIII^e siècle ?

Traditionnellement, les travaux des historiens ont insisté sur le niveau élevé que la dette publique avait atteint, sur son lien avec la dégradation de la situation

17. J. I. Andrés Ucendo, « Una hacienda permanentemente endeudada… », art. cit., p. 72-73.
18. *Ibid.*, p. 74 et 81.

économique et avec l'échec final de la politique réformiste mise en œuvre par les Bourbons depuis leur arrivée en Espagne en 1700. Par ailleurs, l'absence d'organismes de contrôle a renforcé l'idée que les Bourbons menèrent une politique d'endettement laxiste et irresponsable. Toutefois, des études plus récentes vont en sens contraire et affirment que les politiques d'endettement suivies par les différents gouvernements pendant la majeure partie du XVIII^e^ siècle étaient plutôt guidées par une certaine réticence à augmenter le niveau de la dette publique[19]. De manière générale, on peut affirmer que les gouvernements bourboniens :

– d'une part, mirent en œuvre des politiques arbitraires et restrictives au moyen desquelles ils manipulèrent la dette publique dont ils avaient hérité ;

– d'autre part, limitèrent la création et l'expansion d'un nouveau marché formel de la dette publique.

B. Prépondérance des marchés intérieurs du crédit

En effet, les Bourbons furent confrontés non seulement au niveau élevé de la dette publique, qui rendait son amortissement très difficile, mais aussi au fait que sous le règne des Habsbourg, la Couronne espagnole s'était éloignée progressivement des marchés du crédit étrangers, dominés par les grands banquiers, pour favoriser le marché intérieur. Par conséquent, l'idée selon laquelle les rois espagnols se finançaient uniquement par le biais de crédits à court terme contractés auprès de banquiers étrangers est discutable ; en réalité, ce financement provenait surtout de prêts à long terme accordés par les Castillans, comme nous l'avons déjà souligné. Les effets conjoints de ces deux phénomènes furent probablement à l'origine de la politique bourbonienne de l'endettement public, qui différait par bien des aspects de celle pratiquée par d'autres États européens rivaux.

Cette évolution d'une dette à court terme provenant de l'étranger à une dette permanente provenant de l'intérieur eut d'importantes répercussions sur l'avenir du Trésor. D'une part, le rôle des autorités locales castillanes dans le maintien et l'augmentation de la dette du royaume s'accentua au cours de la seconde moitié du XVII^e^ siècle. Le système d'endettement public s'appuyait de plus en plus sur les trésoreries et les pouvoirs municipaux, c'est-à-dire sur la participation des pouvoirs intermédiaires. Par le biais des villes, la Couronne

19. Rafael Torres Sánchez, *El precio de la guerra. El Estado fiscal-militar de Carlos III (1779-1783),* Madrid, Marcial Pons Historia, 2013, p. 282-284.

put avoir accès à l'épargne privée. Si l'affectation de cette épargne au financement de la dette publique put avoir des effets négatifs sur l'investissement dans les activités productives, il permit de rénover le système d'endettement public du royaume[20].

Ainsi, les Bourbons commencèrent à administrer la dette publique en s'appuyant sur le potentiel du marché intérieur, et non sur celui du marché international, mais aussi en ayant conscience que la dette dont ils avaient hérité était ingérable et qu'il était impossible de l'amortir.

C. Le contrôle des revenus des *juros*

L'une des caractéristiques les plus saillantes de la politique des Bourbons fut la gestion arbitraire de la dette sous forme de *juros* héritée des Habsbourg. Les Bourbons ne montrèrent en effet aucune volonté d'amortir cette dette ; bien qu'elle fût contractée légalement, non amortie et d'un montant connu, l'État préféra remettre en cause sa légalité et sa valeur. Comme cela avait déjà été fait au cours du dernier tiers du XVII^e siècle, de nouvelles réductions furent appliquées durant les premières décennies du siècle suivant aux taux d'intérêt auxquels avaient légitimement droit les détenteurs de *juros*. Ces modifications furent surtout apportées pendant la guerre de Succession (1700-1714), et lors du conflit avec la Grande-Bretagne. Ainsi, en 1727, l'État abaissa le taux d'intérêt maximal de 5 % à 3 %. Cette baisse fut accompagnée d'une interdiction de consentir des exceptions pour les prélèvements appliqués sur les *juros*[21].

Tandis que l'État des Bourbons remettait en cause la légalité et la valeur de la dette publique qui leur était échue, il fit un effort pour améliorer le contrôle et l'administration de cette dette, avec la création, en 1715, de la *Pagaduría de Juros* (bureau de paiement des *juros*). En réalité, l'objectif de cet organisme était de contrôler les recettes que les *juros* commençaient à rapporter au Trésor. Il s'agissait simplement d'un centre comptable chargé de collecter les contributions prélevées sur les *juros* (la *media annata*), ainsi que l'amortissement du capital. En théorie, ces recettes devaient servir à amortir les *juros,* mais cette

20. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit. La política de endeudamiento público de los Borbones en el siglo XVIII », *in* C. Álvarez Nogal et F. Comín (dir.), *Historia de la deuda pública*, *op. cit.*, p. 111-114.

21. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit… », art. cit., p. 115. La décision de Philippe V de donner priorité à l'amortissement de la dette publique générée après 1731 et due avant tout à la suspension des paiements de 1739 et à la Guerre de Succession d'Autriche, sur celle des *juros*, portait atteinte aux intérêts des titulaires de la dette publique des Habsbourg. R. Torres Sánchez, *El precio de la guerra…, op. cit.*, p. 297-298.

importante caisse de liquidités, qui ne faisait pas partie du budget ordinaire, commença à être utilisée pour les urgences financières, comme ce fut le cas lors de la cessation de paiements de 1739.

Le point culminant de cette politique arbitraire de gestion des *juros* fut atteint à la fin des années 1740, lorsque fut créé un conseil, composé de théologiens et de juristes, qui déclara nuls les *juros* détenus par le principal groupe d'investisseurs, constitué de ceux que l'on nommait alors les « hommes d'affaires », c'est-à-dire les banquiers qui avaient acheté des *juros* ou les avaient acceptés en paiement de services fournis à l'État, récemment ou dans le passé[22]. Toutes ces mesures permirent à l'État d'alléger le coût de la dette publique, et même d'en faire une source de recettes pour le Trésor, mais n'éliminaient pas l'emprunt initial. À la fin du XVIII^e^ siècle, la *Contaduría General de Distribución* estimait la valeur des capitaux investis dans des *juros* avant le milieu du XVIII^e^ siècle à environ 2 milliards de réales de billon. Pour amortir cette dette, il aurait fallu utiliser le double des recettes ordinaires annuelles du Trésor à cette époque, et les intérêts légitimement dus par l'État représentaient 16,1 % de ces recettes. Néanmoins, la politique autoritaire de baisse des taux d'intérêt, de réduction de la rente et d'annulation de titres avait allégé considérablement cette charge annuelle. Ainsi, en 1758, pour verser les intérêts de la dette héritée des Habsbourg, le Trésor de Charles III n'avait plus besoin que de 2,1 % de ses recettes[23].

Tout indique qu'après la vague d'interventions sur les *juros* du milieu du XVIII^e^ siècle, le rythme de l'amortissement ralentit. Certains historiens pensent que ce manque d'intérêt à réduire la dette fut en fait un échec de la politique menée à cette fin, mais on peut se demander s'il ne s'agissait pas plutôt d'un choix politique. En d'autres termes, l'élimination de la dette n'aurait pas été une priorité. Il semblerait que, pour le Trésor, les impôts étaient plus importants que la dette sous forme de *juros*, les recettes fiscales que les engagements liés à la dette publique héritée des Habsbourg. Pour les Bourbons, ne pas amortir la dette présentait même un intérêt sur le plan financier. Avec la *Pagaduría de Juros*, le Trésor disposait d'une « caisse » exceptionnelle supplémentaire, très utile pour donner de la liquidité à la *Tesorería General*[24] ou pour répondre aux demandes pressantes de la trésorerie de l'armée. Par conséquent, les Bourbons ne rejetèrent pas la dette publique léguée par les Habsbourg, mais ils la manipulèrent tout au long du XVIII^e^ siècle jusqu'à faire disparaître presque complètement le service de ses intérêts.

22. R. Torres Sánchez, *El precio de la guerra…, op. cit.*, p. 289.
23. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit… », art. cit., p. 116.
24. R. Torres Sánchez, *El precio de la guerra…, op. cit.*, p. 292.

D. Le renouvellement des élites financières

La dette publique de Philippe V ne fut pas contractée sur les marchés officiels. Engagé au siècle précédent, le processus d'éloignement du crédit étranger, qui eut pour corollaire la recherche de financement sur le marché intérieur, se poursuivit pour atteindre son apogée sous ce règne. Le nouvel État eut recours aux banquiers privés, pour la plupart espagnols, qui lui procurèrent les ressources extraordinaires dont il avait besoin. Plusieurs facteurs contribuèrent au bon fonctionnement de ce mécanisme :

– d'un côté, le réajustement de la géostratégie impériale en matière de dépenses publiques après Utrecht : la guerre de Succession eut pour conséquence de concentrer l'essentiel des dépenses militaires dans la péninsule ;

– d'un autre côté, la rapide montée en puissance de banquiers et commerçants espagnols dans les rangs des fournisseurs de l'armée des Bourbons qui permit un renouvellement de l'élite financière. Les banquiers espagnols consolidèrent leur place dans l'administration de l'État, particulièrement dans celle des finances, et contribuèrent à résoudre les problèmes d'endettement de l'État.

Le financement habituel de la dette par des banquiers nationaux a probablement fonctionné assez bien jusqu'en 1739, date de la cessation des paiements[25].

E. Les niveaux d'amortissement

Bien que la dette laissée par Philippe V fût nettement moins élevée que celle des Habsbourg, les successeurs du premier Bourbon affichèrent leur ferme intention de la payer, sans toutefois y inclure la dette des Habsbourg. Conscients de cette inégalité de traitement de la dette publique qui leur incombait, les Bourbons de la seconde moitié du XVIII^e siècle, Ferdinand VI et Charles III, tentèrent de la rembourser et, à cet effet, créèrent plusieurs comptes dans le budget. Charles III introduisit également des dispositions qui nous montrent comment ce monarque envisageait la dette publique. Les paiements se feraient au prorata, chaque créancier recevant 10 % de sa créance et non l'intégralité de celle-ci. Plutôt que d'établir un ordre logique dans les dettes publiques, le roi choisit d'appliquer une politique paternaliste : tous ses créanciers vassaux seraient prioritaires[26].

25. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit… », art. cit., p. 117-118.
26. R. Torres Sánchez, *El precio de la guerra…, op. cit.*, p. 301-302.

Cependant, la volonté politique de l'État commença à faiblir et, au cours des années suivantes, le niveau de remboursement diminua peu à peu, jusqu'à la paralysie complète du mécanisme. La dernière tentative de remboursement de la dette remonte à 1782 en liant la dette de Philippe V à l'émission de la nouvelle dette publique destinée à financer la participation de l'Espagne à la guerre d'indépendance des États-Unis, et en lui consacrant un tiers des 180 millions du nouvel emprunt. En 1794, il restait encore une dette impayée de 91 millions de réales de billon[27].

Le gouvernement de Charles III disposait en effet des fonds qui lui permettaient de liquider cette dette, car depuis 1761 fonctionnait à Madrid un *Real Depósito* (fonds royal) dans lequel étaient déposés des fonds en provenance des Amériques. Or, tandis que le remboursement de la dette de Philippe V se réduisait, les sommes déposées dans le *Real Depósito* continuaient à augmenter. La question qui se pose n'est pas tant de savoir pourquoi ces revenus n'ont pas été utilisés pour la dette, elle est plutôt de s'interroger sur ce constat que l'État a préféré décider *a priori* du niveau d'engagement du Trésor royal requis pour le paiement de la dette. Les gouvernants d'alors pensaient que dans les situations d'urgence les dépenses de l'État devaient être payées et non financées[28]. Nous nous trouvons donc devant un véritable choix politique, que nous pouvons considérer comme ouvertement arbitraire et qui traduit un véritable mépris envers la dette[29].

F. Le virage vers les capitaux privés et le remboursement de la dette publique

Cependant, pendant la seconde moitié du XVIII[e] siècle, confronté à la difficile situation résultant de la guerre d'indépendance des États-Unis, le gouvernement de Charles III jugea opportun de se porter sur les marchés officiels de la dette, en pratiquant une timide ouverture vers l'extérieur.

En 1769, à l'initiative des Cinq Corporations Majeures[30] fut créé le *Fondo Vitalicio* (Fonds viager), qui représentait la première intrusion sur les marchés

27. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit… », art. cit., p. 121.
28. R. Torres Sánchez, *El precio de la guerra…, op. cit.*, p. 305.
29. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit… », art. cit., p. 122.
30. *Cinco Gremios Mayores*, compagnie marchande créée officiellement en 1763 (avec toutefois des origines remontant au XVII[e] siècle), pour les échanges européens et atlantiques. Articulant le commerce et la pratique bancaire, son nom rappelle que ses intérêts étaient liés aux corporations de la soie, des bijoux, des étoffes, du tricot et du linge.

de la dette[31]. L'objectif était de tirer parti de l'intérêt privé pour une rente viagère particulière et de canaliser ces dépôts de capitaux vers un fonds public qui permettrait d'assurer le paiement de la rente. Il s'agissait de permettre à l'État de disposer de capitaux privés pour achever de payer les dettes qui grevaient le Trésor. Cependant, tout porte à croire qu'il s'agissait aussi de créer une autre « caisse » disposant de liquidités suffisantes pour faire face aux charges extraordinaires[32]. Elle s'ajoutait ainsi à la *Pagaduría de Juros* ou au *Real Depósito*, l'État faisant passer, une nouvelle fois, les liquidités avant l'emprunt public.

S'agissant des apports de capitaux, la réaction des marchés fut très positive. Cette apparente euphorie des investisseurs pourrait s'expliquer par une abondance de capitaux dans la société et l'économie espagnoles, jointe à un manque de possibilités d'investissement[33].

Il est également important de souligner que cette fois, le gouvernement considéra qu'il fallait offrir une meilleure garantie. Au lieu d'affecter seulement les ressources de la *Pagaduría de Juros* au paiement de cette nouvelle émission du fonds, c'était l'ensemble des revenus du Trésor royal et du *Tabaco de Indias*[34] qui servaient de garanties. L'extension de la garantie accordée par l'État transformait la dette publique en une véritable dette nationale[35]. Jointe au climat devenu favorable aux investissements, une telle politique permit alors au gouvernement de réduire le taux d'intérêt que devait payer le Trésor royal[36].

L'État ne cherchait en aucune façon à promouvoir une politique d'endettement public, comme le prouve la création d'une nouvelle forme de dette. En mars 1780, en pleine guerre contre la Grande-Bretagne et face à l'épuisement des ressources financières, l'État prit la décision d'accéder au marché de la dette non pas directement, mais indirectement, en recourant aux dépôts privés et aux fonds publics présents dans toute la monarchie. L'État autorisa les titulaires de ces dépôts à affecter leurs capitaux à la dette publique sous forme de rentes

31. R. Torres Sánchez, *El precio de la guerra…, op. cit.*, p. 308.
32. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit… », art. cit., p. 123.
33. « La Castille du XVIII^e siècle comptait un excès de capitaux susceptibles d'être placés pour dégager une rente fixe », A. Domínguez Ortiz, « Juros y censos en la Castilla del Seiscientos… », art. cit., p. 806.
34. Le monopole du tabac a été l'un des piliers des finances royales sous l'Ancien Régime. Créé en 1636, sa rente a représenté au XVIII^e siècle un tiers des revenus ordinaires de la monarchie. Sous les Bourbons, avec Charles III, la pratique du monopole a été aussi implantée en Amérique. La régie du tabac y a été l'un des monopoles les plus importants.
35. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit… », art. cit., p. 124, *El precio de la guerra…*, *op. cit.*, p. 319.
36. R. Torres Sánchez, *El precio de la guerra…, op. cit.*, p. 334-337.

remboursables (*censos redimibles*), le Trésor royal versant aux titulaires un pourcentage annuel de 3 % pour le temps où ces fonds seraient à sa disposition[37].

Mais dans la mesure où il s'agissait en réalité d'obtenir un libre accès à des fonds publics, dont la majeure partie appartenait à des personnes privées, l'État commettait un acte tout à fait illégal, et cela bien qu'il ait fait tout son possible pour justifier cette mesure qu'il présentait comme appropriée, sûre[38] et respectueuse de la volonté des titulaires de ces dépôts auprès de l'opinion publique[39]. Ainsi, dans un contexte où l'État ne montrait pas d'intérêt pour le marché officiel de la dette publique, les fonctionnaires liés aux dépôts mirent en œuvre une politique d'imposition presque systématique des titulaires de rentes.

Cependant, le travail de mobilisation du gouvernement rencontra un écho extraordinaire auprès de nombreuses autorités, civiles et religieuses, qui voyaient dans cette opération un moyen de nouer de meilleures relations avec le gouvernement et de mieux servir le roi[40]. Le résultat de cette combinaison d'impunité politique et de modération fut, de nouveau, un succès financier. En peu de temps, entre 1780 et 1786, un total de 95,5 millions de réales de billon fut enregistré sous forme de rentes remboursables et, à la différence du Fonds viager dont les souscripteurs provenaient de Madrid, à cette occasion l'opération mobilisa l'Espagne tout entière avec une participation plus forte et croissante[41]. Et, de nouveau, l'État des Bourbons créa de la dette publique sans modifier sa politique d'endettement[42].

Parallèlement, la monarchie fit appel aux marchés du crédit étranger pour se financer. En effet, le gouvernement de Charles III se tourna vers le marché hollandais pour trouver de l'argent, surtout après la fin de la guerre de Sept Ans (1756-1763), et pour répondre aux demandes croissantes d'équipement naval. Le centre financier des Pays-Bas, Amsterdam, offrait des conditions très attractives à des compagnies étrangères ou aux États pour souscrire des emprunts : abondance de capitaux, stabilité monétaire et pression fiscale élevée. Mais le gouvernement espagnol n'eut recours à ce marché que de manière indirecte[43], à petite échelle et avec l'intention de s'en retirer dès que possible. Quand il le fit, entre 1770 et 1780, ce fut pour soutenir des activités nationales,

37. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit… », art. cit., p. 126.
38. La seule rente affectée au paiement de cette dette fut la rente sur le tabac. Voir *supra* les informations sur ce revenu.
39. R. Torres Sánchez, *El precio de la guerra…, op. cit.*, p. 340-349.
40. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit… », art. cit., p. 127.
41. R. Torres Sánchez, *El precio de la guerra…, op. cit.*, p. 339-360.
42. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit… », art. cit., p. 128.
43. R. Torres Sánchez, *El precio de la guerra…, op. cit.*, p. 393.

soit pour recapitaliser une entreprise comme le canal impérial d'Aragon, soit pour financer l'émission d'un type de papier-monnaie, appelé *vales reales*[44].

G. La création et la diffusion difficile des *vales reales*

La première proposition officielle d'émettre des *vales reales* en Espagne n'était pas liée à la création d'une dette publique. Il s'agissait plutôt d'une initiative émanant du gouvernement et liée au commerce avec l'Amérique. Le comte de Floridablanca proposa ainsi d'émettre ce papier-monnaie de manière officielle en 1779. Si cette proposition ne fut pas suivie d'effet, ce fut en raison de problèmes de liquidités du Trésor, et non par manque de volonté politique[45]. Un an après, le gouvernement acceptait la proposition du banquier et homme d'affaires Francisco Cabarrús[46], qui cette fois contribuait véritablement à augmenter la dette publique.

Cabarrús proposait l'émission d'un type de papier-monnaie, échangeable contre de la monnaie métallique et des lettres de change moyennant un intérêt annuel de 4 %, connu sous le nom de *vales reales*, pour un montant supérieur à 1 773 millions de réales de billon[47]. Cette émission massive de dette publique s'expliquait par la nécessité de financer les guerres, d'abord contre l'Angleterre pendant la période d'alliance entre la monarchie espagnole et la France dans le contexte de la guerre d'Indépendance américaine[48], puis contre la France révolutionnaire entre 1793 et 1795, et enfin contre l'Angleterre entre 1796 et 1808[49]. Ces *vales reales* provoquèrent un réel épisode inflationniste, dans la mesure où ils circulaient comme une véritable monnaie et où leur utilisation était obligatoire, pour autant que le montant des transactions dépassât la valeur nominale du *vale* ; ils ne pouvaient cependant pas être utilisés pour le

44. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit… », art. cit., p. 131.

45. R. Torres Sánchez, *El precio de la guerra…*, *op. cit.*, p. 361.

46. Pour un aperçu de la biographie de ce commerçant particulier, auteur des lettres *Cartas al señor Gaspar de Jovellanos sobre los obstáculos que la naturaleza, la opinión y las leyes oponen a la felicidad pública* (1808), voir R. Torres Sánchez, « Financiers et politiques. Francisco Montes et François Cabarrús (1770-1790) », *in* Anne Dubet (dir.), *Les finances royales dans la monarchie espagnole (XVI^e-XIX^e siècles)*, Rennes, Presses universitaires de Rennes, 2008, p. 103-117.

47. Différents secteurs commerciaux, dont celui de Cadix, qui avaient en mémoire l'échec de John Law, étaient opposés à ce plan ; le trésorier général Francisco Montes affirmait qu'il était absurde de faire courir un tel risque à l'économie espagnole.

48. L'ensemble des *vales* émis pendant cette période atteignit 400 millions de réales, soit près de la moitié du budget consacré à cette guerre.

49. Entre les dates de ces deux conflits, deux milliards de réales furent émis, ce qui les discrédita auprès du public.

paiement des salaires des fonctionnaires, ou le règlement des sommes dues aux laboureurs, aux artisans, etc., mais ils pouvaient l'être pour payer des impôts. Le prix plancher de leur cours légal était 600 pesos de billon et ils pouvaient seulement circuler par endossement. Initialement, l'émission de ces *vales reales* ne provoqua aucun problème, mais la situation politique et militaire qui se prolongeait, les besoins croissants du Trésor et la conjoncture économique générale finirent par les discréditer progressivement jusqu'à ce qu'ils soient impossibles de les rembourser.

La Banque nationale de San Carlos fut créée par la *Real Cédula* (ordonnance royale) du 2 juin 1782. Son objectif principal était la conversion en monnaie métallique des *vales reales*. Mais lorsqu'à la fin de la décennie, les *vales* subirent une forte dépréciation, le Conseil d'administration de la Banque nationale de San Carlos décida, le 17 juillet 1789, de suspendre la conversion à parité des *vales* en monnaie métallique, la considérant comme « très onéreuse pour la banque et incapable de freiner la spéculation ». Les limitations à la conversion en monnaie métallique d'un ou de deux *vales reales* suscitèrent, en outre, des conflits avec la population. La *Real Cédula* en date du 17 juillet 1799 déclara le cours forcé des *vales reales* avec une décote de 6 %. En 1803, le conseil d'administration de la Banque nationale de San Carlos prit la décision de retirer les billets de la circulation[50].

En résumé, jusqu'à la fin du XVIII[e] siècle, les Bourbons menèrent une politique arbitraire et de défiance vis-à-vis de la dette publique. Ils manipulèrent la dette héritée de la dynastie précédente jusqu'à la transformer en source de revenus pour le Trésor. Ils ne firent confiance qu'au marché du crédit intérieur, principalement aux agents financiers privés, liés aux négoces avec l'État et l'Administration. Quand, finalement, ils créèrent de la dette publique, ils ne se préoccupèrent pas de développer un marché du crédit, ni ne tentèrent de tirer profit de la réponse favorable des investisseurs privés. Ils privilégièrent systématiquement l'idée de limiter la charge de la dette publique et d'éviter ainsi le risque d'un déficit financier. Pour l'État des Bourbons, les liquidités, en particulier en cas d'urgence, étaient plus importantes que l'emprunt public. Quand finalement fut créée une véritable dette publique, pendant la guerre d'indépendance nord-américaine (1775-1783), ce

50. Pedro Tedde de Lorca, « El real (1782-1856). La moneda española en las épocas del Banco de San Carlos y del Banco de San Fernando », *in El real, el escudo y la peseta,* Madrid, Banque d'Espagne, 2002, p. 39-44 ; « Banca y banqueros privados en el reinado de Carlos III », *in Coloquio Internacional Carlos III y su siglo,* t. 1, Madrid, Universidad Complutense de Madrid, 1990, p. 241 et s., et « Los vales reales y las finanzas de la Monarquía española (1780-1808) », *in* C. Álvarez Nogal et F. Comín (dir.), *Historia de la deuda pública*, *op. .cit.*, p. 138-157.

fut en dernier recours et contre la volonté du gouvernement et des principaux agents économiques. Le résultat de cette politique fut que, dans l'Europe prérévolutionnaire, l'Espagne était un pays peu endetté. Alors que la Grande-Bretagne destinait 62 % de ses impôts au service annuel de la dette, et la France 56 %, l'Espagne n'y consacrait que 7 % et à un taux d'intérêt plus faible que celui des autres pays[51]. Certes, il faudrait ajouter ce qui restait de la dette de Philippe V et les *juros*, mais aucun compromis politique ne fut jamais esquissé pour solder ces deux dettes, qui ne firent pas l'objet d'amortissements significatifs[52].

Conclusion

Après ce tour d'horizon, nous aimerions souligner que si ces pages visent à faire connaître les caractéristiques générales de l'évolution de la dette publique sous la monarchie espagnole à l'époque moderne, il est important de ne pas perdre de vue que cette réalité doit être combinée et croisée avec d'autres données, telles qu'elles émergent à travers le crédit privé et le crédit municipal, les banques privées, la fiscalité des États et des municipalités et l'offre monétaire. À cette condition, on peut espérer obtenir une meilleure compréhension des étapes de croissance et de décadence de cette entité politique qui, puissance hégémonique pendant les XVI^e^ et XVII^e^ siècles, passa au second plan au XVIII^e^ siècle, précisément parce qu'elle se révéla incapable de se ménager un accès à un crédit soutenable.

Nous avons également évoqué les causes qui furent à l'origine de la chute de la rentabilité des *juros* de Castille. Cependant, selon nous, en dépit de tous les obstacles relevés, ils ne tombèrent en discrédit que de manière très progressive. Il est vrai qu'à un moment donné, les *juros* ne furent plus acceptés par le Trésor royal en paiement de dons ou d'autres contributions alors qu'ils l'avaient été pendant une bonne partie du XVII^e^ siècle[53] et que, par ailleurs, ils n'étaient plus rentables pour les banquiers qui finissaient par les ignorer. Il ne faut pas non plus oublier les mauvais traitements infligés à leurs propriétaires par certains monarques absolutistes qui, bien souvent, ne

51. R. Torres Sánchez, « El miedo al déficit… », art. cit., p. 132.
52. R. Torres Sánchez, *El precio de la guerra…, op. cit.*, p. 406.
53. Susanna Truchuelo García, « Donativos y exenciones en torno a los servicios monetarios de las provincias vascas en el siglo XVII », *Estudis: Revista de Historia Moderna,* n° 36, 2010, p. 189-211.

respectèrent pas leurs obligations de paiement[54]. Cependant, et en dépit de tout cela, nous devinons que la valeur réelle des titres de dette aux yeux de la société castillane était loin d'être négligeable. Le *juro*, pendant bien plus longtemps que ce qu'on a tenté de nous faire croire, était non seulement un bien, mais il jouait aussi un rôle au sein du patrimoine des particuliers comme des institutions[55]. Il était avant tout, comme nous l'avons démontré plus haut, une source d'obtention de crédits dans un monde où l'institutionnalisation de ceux-ci était loin d'être acquise. Il faut souligner en outre le dynamisme dont faisait preuve, paradoxalement, le marché secondaire des titres, à Madrid – qui n'était pas aussi inaccessible que le marché libre primaire, sur lequel le placement des emprunts fut maintes fois forcé. Il suffit de considérer un fait révélateur : l'une des professions qui payaient le plus d'impôts vers le milieu du XVII[e] siècle était celle de cambiste, les cambistes assurant, entre autres fonctions, la vente de *juros*[56].

Par ailleurs, le mécanisme d'endettement municipal, mis en place par l'intermédiaire des rentes souscrites par les particuliers et par l'affermage du recouvrement des impôts destinés au paiement des titulaires de ces rentes, explique l'intérêt des oligarchies pour le maintien du régime monarchique, conjointement avec le fait qu'elles étaient titulaires de nombreuses rentes. Des liens étroits et fondés sur l'intérêt s'établirent ainsi entre les groupes dominants des villes et le Trésor royal.

Le maintien d'une politique déterminée en matière de déficit public, c'est-à-dire le recours aux *juros* et aux rentes, qui débouchait sur la multiplication des modes d'imposition, explique paradoxalement l'alliance politique et économique des élites aux niveaux aussi bien étatique que municipal. Les professeurs Lanza et Ucendo, citant l'exemple de Madrid, signalent que la charge des impôts municipaux « retombait sur les secteurs les plus populaires des habitants de la cité et qu'elle consacrait la plus grande partie de ses revenus au paiement des intérêts de la dette municipale ; il est donc aisé de conclure

54. « Les régimes absolutistes n'offraient aucune sécurité juridique à ceux qui investissaient dans les dettes souveraines », F. Comín, *Las crisis de la deuda soberana en España (1500-2015),* Madrid, Los Libros de la Catarata, 2016, p. 115.

55. À partir de la fin du XVII[e] siècle et pendant une grande partie du XVIII[e] siècle, les plus grands détenteurs de *juros* furent les organismes ecclésiastiques et les fondations religieuses.

56. E. García Guerra, « La intermediación dineraria, crediticia y mercantil durante los siglos XVI y XVII: el oficio de corredor en la Villa y Corte de Madrid », *in* E. García Guerra et G. De Luca (dir.), *Il mercato del credito in Età Moderna. Reti e operatori finanziari nello spazio europeo,* Milan, Edition Franco Angeli, 2009, p. 259-285. Cependant, à Murcia, la vente de *juros* disparut pratiquement au milieu du XVII[e] siècle, C. Álvarez Nogal, « La demanda de juros en Castilla… », art. cit., p. 59-60, 64 et 82.

que le système fiscal mis en place par la capitale eut clairement un effet redistributif qui bénéficiait aux créanciers de la ville », entre autres principalement les conseillers municipaux et leur entourage[57]. Ce schéma se retrouve dans de nombreuses villes de Castille.

En conséquence, le non-remboursement de la dette publique, étatique aussi bien que municipale, était voulu par les oligarchies. L'émission de cette dette ne répondit donc pas, pendant les XVI^e et XVII^e siècles, à une logique budgétaire ou strictement économique, mais à des raisons politiques de recherche d'équilibre par les élites dans de nombreux territoires relevant de la monarchie espagnole. Par ailleurs, la résistance des titulaires d'impôts, de *juros* et de rentes aux réformes fiscales pendant tout le XVIII^e siècle freina l'assainissement des comptes publics et rendit impossible la réduction du déficit du Trésor public des Bourbons. Le recours à la dette devint donc permanent.

57. José Ignacio Andrés Ucendo et Ramón Lanza García, « Impuestos municipales, precios y salarios reales en la Castilla del siglo XVII: el caso de Madrid », *Hispania,* vol. 73, n° 243, 2013, p. 161-192.

« CE MAUDIT MILLIARD QUI DEVIENDRAIT TÔT OU TARD LA PERTE DU ROYAUME ». BANQUEROUTES ET POLITIQUE DE LA DETTE EN FRANCE AU XVIII^{e} SIÈCLE

Joël FÉLIX

> « […] c'est par une conduite sage & prudente, bien avant le temps où les emprunts sont absolument indispensables, qu'on acquiert toute la force nécessaire, & pour contenir dans de justes bornes les prétentions des prêteurs, & pour résister à leur savoir ».
> Jacques Necker.[1]

> « Mais lorsque les épargnes n'ont pas précédé le manque de foi, peut-on croire que le manque de foi conduise aux épargnes ? »
> Étienne Clavière.[2]

Introduction

Sous l'Ancien Régime, la monarchie a été périodiquement confrontée à de graves crises de trésorerie accompagnées par des cessations de paiements et des restructurations de ses dettes. Pour autant, les défauts des Bourbons n'ont jamais empêché les ministres d'emprunter. Au lendemain de la banqueroute de l'abbé Terray (1770), la France a ainsi fait le plus largement appel au marché des capitaux. Contrairement au modèle de l'engagement crédible, la confiance dans la parole de Louis XVI d'honorer ses promesses et dans la capacité du royaume d'absorber les coûts de la dette, jointe à l'isolement diplomatique de la Grande-Bretagne pendant la guerre d'Amérique, a suffi pour attirer vers le Trésor royal des fonds abondants et soutenir les frais du conflit sans accrocs majeurs. Malgré certaines tensions monétaires au retour de la paix, c'est dans un contexte général d'argent facile que Calonne a fait l'annonce aux notables (1787) de l'existence d'un important déficit du budget et de la nécessité de mettre en œuvre un vaste plan de réformes pour rétablir l'équilibre des finances royales.

---

1. *De l'Administration des Finances de la France*, vol. 3, 1784, p. 211.
2. *Opinions d'un créancier de l'État. Sur quelques matières de finance importantes dans le moment actuel*, Londres, 1789.

Ce contraste entre l'abondance de l'argent et la pénurie du Trésor a été à l'origine d'une véritable rébellion des esprits. Elle s'est d'abord exprimée par des prises de position partisanes concernant les responsabilités individuelles des ministres avant de déboucher sur une remise en cause de l'autorité gouvernementale. Les discussions sur les causes de la crise de trésorerie ont aussi ravivé un conflit séculaire opposant deux modèles de financement des dépenses publiques :

– l'un, puisant dans la tradition agraire française, illustrée par les écrits de Sully, de Vauban et des physiocrates, qui entendait subvenir aux besoins de la monarchie par l'impôt ;

– l'autre, s'inspirant de la finance et du système de crédit public de la Grande-Bretagne, qui proposait d'alimenter le Trésor royal en faisant largement appel à l'épargne privée.

Le principal enjeu de ces tensions n'était rien moins que l'incidence du financement des charges publiques sur l'ordre politique. Dans ses *Essays* publiés au lendemain de la guerre de Succession d'Autriche, Hume a le premier tiré la sonnette d'alarme en annonçant à ses compatriotes : « il faut […] ou que la nation détruise le crédit public, ou que le crédit public détruise la nation. Il est impossible que l'un de ces deux événements n'arrive [3] ». Quelques années plus tard, Forbonnais condamnait à son tour l'usage du crédit : analysant les budgets de Chamillart (1699-1708), il a estimé que si Louis XIV avait choisi, dès le début du conflit, de financer ses armées par l'impôt plutôt que par l'emprunt, la France aurait pu absorber les frais de la guerre de Succession d'Espagne et ainsi éviter la crise de trésorerie de 1708[4].

S'il ne fait aucun doute que l'accroissement de la dette pendant la guerre d'Amérique a été l'une des causes des difficultés financières du Trésor royal en 1787, cette réalité ne présentait rien que de très banal. Ce n'était pas la première fois que le royaume de France se trouvait confronté à la perspective d'une faillite. Comme nous allons le voir, ce n'était pas non plus la première fois que le pays, conformément au modèle de l'engagement crédible, allait introduire des réformes institutionnelles tendant à gérer sa dette et rassurer ses créanciers. Mais la rapidité avec laquelle la France a su réagir aux problèmes énoncés par Calonne, la radicalité du bond conceptuel ayant permis d'éliminer plusieurs des contraintes qui jusqu'alors régissaient les arbitrages du roi, enfin la pérennité du changement de paradigme

3. David Hume, *Essais…,* Paris, Saillant, 1767, p. 164-165.

4. François Véron de Forbonnais, *Recherches et considérations sur les finances de la France depuis l'année 1595 jusqu'à l'année 1721,* Bâle, Frères Cramer, 1758, vol. 2. Les vues de Forbonnais ne sont pas incorrectes mais elles demeurent simplistes. Tim J. A. Le Goff, « How to Finance an Eighteenth-Century War », *in* W. M. Ormrod, Margaret Bonney and Richard Bonney (dir.), *Crises, Revolutions and Self-Sustained Growth: Essays in European Fiscal History, 1130-1830*, Stamford, Paul Watkins Publishing, 1999, p. 377-413.

ont creusé un tel fossé entre la société d'Ancien Régime et le monde moderne que l'intelligence de l'un se heurte bien souvent à la grammaire de l'autre[5].

L'ambition de cette contribution est précisément d'examiner la grammaire de la dette au XVIII^e^ siècle. Dans la mesure où les documents historiques sont assez abondants pour le règne de Louis XVI, la première partie de cette contribution analysera les débats concernant l'emprunt afin d'identifier les contraintes qui pesaient sur l'action des ministres dans le domaine du crédit. Ces bases étant posées, la seconde partie se proposera de retracer les principales inflexions de la politique de la dette sous Louis XV, depuis la Régence jusqu'à la banqueroute de Terray, afin de souligner son impact sur le crédit de la monarchie.

I. L'EMPRUNT ET L'IMPÔT SOUS LOUIS XVI

Si l'histoire financière a fait son apparition en Europe au milieu du XVIII^e^ siècle, le premier cours de finances publiques en France a paru en 1781 sous la forme du *Compte-rendu au Roi* de Necker. Le ministre des Finances de Louis XVI s'adressait à ses sujets pour leur communiquer deux messages essentiels :

– en premier lieu, Necker énonçait la nécessité pour tout gouvernement, en temps de guerre, de recourir à l'emprunt afin d'éviter d'asphyxier l'économie par des taxes trop lourdes. De ce premier principe découlait une évidence, mal entendue des contemporains de Necker et souvent incomprise des historiens : la nécessité d'assigner des fonds pour assurer le service des nouveaux emprunts, soit par le biais d'économies de fonctionnement, soit par des augmentations d'impôts ;

– en second lieu, le *Compte-rendu* faisait de la publicité des finances l'outil qui permettait de légitimer, dans l'ordre politique, la nécessité de l'augmentation des taxes, dans l'ordre financier[6]. Plaider en faveur de la transparence du budget était aussi une manière pour Necker d'intégrer les remontrances, formulées par le Parlement de Paris sous Louis XV, qui demandaient d'instaurer des moyens propres à « vérifier, par des règles sûres, la nécessité de l'imposition[7] ».

---

5. D'Maris Coffman, Adrian Leonard, Larry Neal (dir.), *Questioning Credible Commitment: Perspectives on the Rise of Financial Capitalism*, Cambridge, Cambridge University Press, 2016, en particulier la contribution de James MacDonald, « The importance of not defaulting. The significance of the election of 1710 », p. 125-146.

6. Joël Félix, « The problem with Necker's Compte-rendu au roi », *in* Julian Swann, Joël Félix (dir.), *The Crisis of the Absolute Monarchy: From the Old Regime to the French Revolution*, Londres-Oxford, British Academy/Oxford University Press, p. 107-125.

7. Joël Félix, « Nécessité et obéissance : Le Parlement de Paris et la critique de la raison d'État, 1741-1763 », *in* Alain J. Lemaître (dir.), *Le monde parlementaire au XVIII^e^ siècle. L'invention d'un discours politique*, Rennes, Presses universitaires de Rennes, 2010, p. 54 et « L'économie politique et la naissance de l'opinion publique », *in* Bertrand Binoche et Alain J. Lemaître (dir.), *L'opinion publique dans l'Europe des Lumières : Stratégies et concepts*, Paris, Armand Colin, 2013, p. 87-105.

En bref, comme l'a finement observé le chevalier Hennet, Necker « espérait […] amener les Français » vers ses projets « par le raisonnement et la persuasion. Cette vue secrète a donné la clef de tout son ministère[8] ».

À vrai dire, en explicitant sa politique financière, Necker innovait sans vraiment inventer. Depuis le milieu du siècle, les réformateurs s'interrogeaient sur les moyens de préparer l'opinion aux projets de modernisation des structures de la monarchie. Quant au financement des guerres proprement dit, les ministres des Finances n'avaient pas d'autre choix que de recourir à la fois à l'emprunt et à l'impôt en temps de guerre. L'entrée en guerre impliquait en effet des débours immédiats, qui ne pouvaient pas être acquittés en temps réel par des augmentations fiscales. Tout conflit sérieux voyait le fardeau des dépenses militaires s'accroître d'année en année. En 1782, par exemple, Joly de Fleury a expliqué à Louis XVI que les frais de chaque campagne de guerre devaient s'élever à plus de 200 millions, une somme équivalente aux revenus annuels nets en temps de paix. Financer la guerre par l'impôt seul aurait donc exigé d'augmenter considérablement son poids. Or, l'expérience de la guerre montrait que dans un régime fiscal inégalitaire un accroissement excessif des impôts tuait l'impôt, soit que les contribuables réduisent leur consommation, retardent l'acquittement de leurs taxes ou s'approvisionnent aux circuits de la fraude.

Dans son traité *De l'Administration des Finances de la France* (1784), Necker s'est livré à de plus amples réflexions au sujet des problèmes qui agitaient les esprits depuis le milieu du siècle. Dans trois pages assez denses, il a exposé les raisons pour lesquelles il a eu recours à l'emprunt en rentes viagères durant son ministère. Quoique Necker ait fait appel à une variété d'emprunts émis à un taux moyen de 6 %, ses emprunts viagers ont été universellement jugés ruineux[9]. Le principal intéressé avouait lui-même que le taux de ses emprunts viagers était supérieur au denier 11, soit un peu plus de 9 % – des conditions qui paraissaient excessives au regard du denier légal, ou loyer de l'argent, fixé par le roi au denier 20 (5 %) depuis 1725[10]. Le viager semblait aussi singulièrement généreux au regard de la dette anglaise dont l'intérêt, dans les années 1750, avait été successivement réduit de 4 à 3,5 puis 3 %. Ces détails semblent donc conforter la pertinence des critiques de Mirabeau qui, dans un pamphlet insul-

8. Chevalier Hennet, *Théorie du crédit public*, Paris, Testu et C^ie, Delaunay, 1816, p, 266.

9. Robert D. Harris, *Necker: Reform statesman of the Ancien Regime*, Berkeley, University of California Press, 1978.

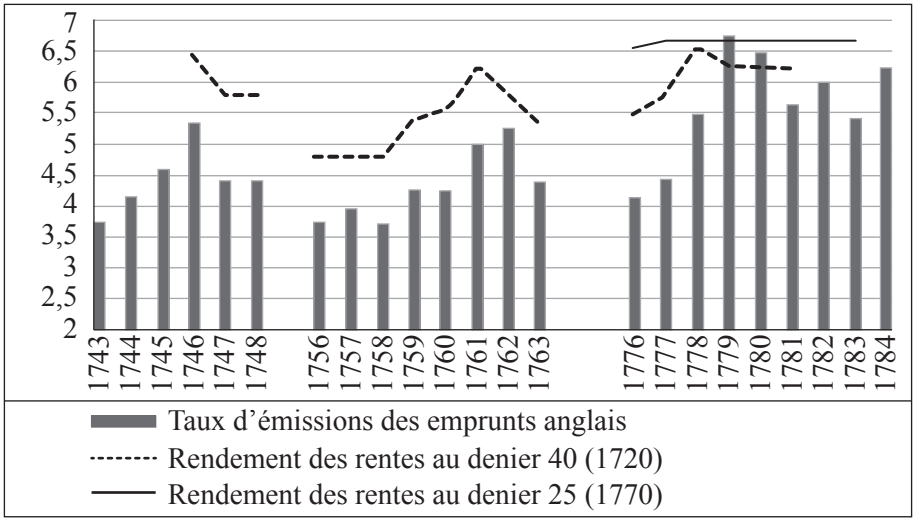
10. Herbert Lüthy, *La banque protestante en France : de la Révocation de l'Édit de Nantes à la Révolution*, Paris, SEVPEN, 1959-1970, vol. 2 ; Pierre Hébrard, « Les tontines et rentes viagères de la monarchie française, de leur création sous Louis XIV à leur liquidation par la Convention nationale », thèse de l'EHESS sous la direction d'Hervé Le Bras, 2017, a cependant montré que, contre toute attente, plusieurs des demoiselles de Genève choisies pour leur longévité sont mortes jeunes.

tant pour Necker, a qualifié le fameux banquier de charlatan et ses idées de charlatanisme, des termes souvent acceptés tels quels par les historiens.

Dans les faits, les choses n'étaient pas aussi nettes que le suggère une lecture cursive des passions financières du temps. Le gouvernement anglais, par exemple, n'a jamais emprunté à 3 % en temps de guerre. Comme le montre le graphique 1, l'intérêt offert par Georges III pendant la guerre d'Amérique s'est rapidement élevé, passant de 4,12 % à 6 % avec une moyenne de 6,73 % pour les emprunts contractés en l'année 1779[11].

Graphique 1

Taux d'intérêt de la dette anglaise (moyenne annuelle) et taux de rendement des rentes sur l'Hôtel de Ville



Sources : John James Grellier, *The terms of all loans which have been raised for the public service during the last fifty years*, Londres, H. L. Galabin, 1799, p. 47. Le taux de rendement des rentes sur l'Hôtel de Ville est déduit : au denier 40, de la dernière cotation de l'année dans les *Petites Affiches*, *la Gazette du Commerce* ou *le Journal de Paris* ; au denier 25, de la brochure d'Isaac Panchaud, *Réflexions sur l'état actuel du crédit public de l'Angleterre et de la France*, Paris, 1781.

En ce qui concerne la France, depuis Colbert jusqu'à la Révolution aucun ministre n'a été capable de placer des rentes au taux de 5 % durant les conflits. Sous Louis XIV, le taux des emprunts en rentes perpétuelles sur

11. John James Grellier, *The terms of all loans which have been raised for the public service during the last fifty years*, Londres, H. L. Galabin, 1799, p. 47.

l'Hôtel de Ville émis pendant les guerres s'élevait progressivement, jusqu'à atteindre le denier 12 ou 8,33 %[12]. Ces taux ne reflétaient pas même le prix réel d'émission : en temps de guerre, une partie des rentes était destinée à éponger des créances royales pour lesquelles aucun fonds n'était assigné. De sorte que le capital des emprunts était payé avec une portion d'effets acquis au rabais, mais pris par le roi pour leur valeur faciale. Quoi qu'il en soit, il s'en faut de beaucoup que Necker ait été le premier à emprunter en rentes viagères. Les ministres de Louis XIV et Louis XV avaient déjà émis des emprunts viagers, aussi bien en temps de guerre que durant la paix, comme le montre par exemple l'emprunt viager de 1766 offert à 10 % sur une tête.

Les critiques à l'encontre de Necker suggèrent que les ministres des Finances disposaient d'une grande marge de manœuvre en ce qui concerne l'intérêt des emprunts et leurs modalités. Dans les faits, le terme des emprunts, qui donnait lieu à des consultations préalables avec les principaux spécialistes du crédit, répondait à diverses contraintes. En particulier, leur taux d'émission dépendait du prix réel de l'argent, et non point du denier légal, qui évoluait en fonction de l'offre et de la demande. Comme l'a expliqué Necker, le prix des emprunts se calait sur le taux de rendement d'un titre jugé particulièrement stable. À l'avènement de Louis XVI, cet effet de référence était la rente perpétuelle au denier 25, émise par l'abbé Terray en vertu d'un arrêt du Conseil du 20 janvier 1770, dont le remboursement du principal n'était pas exigible et, par conséquent, dont la valeur du titre était relativement indépendante de la situation du Trésor.

Or, rappelait Necker,

> « Les contrats de rentes perpétuelles sur l'Hôtel de Ville au denier vingt-cinq, ne valoient que soixante pour cent, avant les préparatifs de la dernière guerre ; ainsi les capitalistes pouvoient y placer leurs fonds à un intérêt de six & deux tiers pour cent, en acquérant encore un capital de mille francs, pour un déboursé de six cents. »

Il ajoutait :

> « On sent que, si pendant la paix, on trouvoit de tels emplois d'argent, il n'étoit pas possible de rassembler des capitaux considérables au milieu de la guerre, en s'astreignant à n'emprunter qu'en rentes perpétuelles, ou

12. Katia Béguin, *Financer la guerre au XVIIe siècle : la dette publique et les rentiers de l'absolutisme*, Seyssel, Champ Vallon, 2012.

remboursables à des époques éloignées : ou bien, il eut fallu consentir à des conditions, dont l'excès auroit bientôt détruit toute espèce de crédit[13]. »

Qu'ils fussent ses amis ou ses ennemis, tous les commentateurs de Necker – et parmi eux les meilleurs experts – ont reconnu qu'il était impossible au gouvernement de Louis XVI d'emprunter à moins de 7 % l'an. À cette époque, l'actuaire Saint-Cyran a calculé que, sur la base d'un intérêt légal à 5 % et des règles connues de la mortalité humaine, le taux raisonnable d'un emprunt en rentes viagères sans distinction d'âge devait s'établir à 7,75 %[14]. Or, le prix de l'argent sous Necker était supérieur à 6,5 %. Considéré en son temps comme un génie de la finance et, à ce titre nommé l'un des conseillers du contrôleur général Joly de Fleury, le financier genevois Isaac Panchaud n'avait rien à redire aux taux offerts par Necker pour « les rentes viagères (à l'exception d'un seul emprunt, porté sans nécessité à 10 pour cent) [qui] n'ont *guère* coûté que 9 pour cent sur une tête et 8 pour cent sur deux »[15]. Qui plus est, même en offrant un bonus aux acquéreurs de rentes viagères (relativement au taux réel de l'intérêt), le différentiel était à peu près du même ordre que celui versé par l'Angleterre pour attirer des capitaux. Pour Panchaud, cette situation reflétait une amélioration du crédit de la France : pendant la guerre de Sept Ans, le gouvernement avait peiné à rassembler les capitaux dont il avait besoin, quoiqu'offrant aussi près de 10 %, alors que l'Angleterre avait largement couvert ses dépenses en empruntant à 4 et 5 % (voir graphique 1). Necker pensait aussi que la situation financière de l'Angleterre s'était dégradée puisqu'il lui serait impossible de faire accepter, cette fois, la conversion de ses anciens emprunts en dessous de 3 %.

Tous les documents concernant la politique financière de Necker montrent que le véritable objet de la critique contre ses emprunts ne concernait pas tant leur taux d'émission, qui était dicté par les mécanismes du marché financier, et que le comte de Mirabeau acceptait à 7 %. En cause était le type d'emprunt utilisé. L'emprunt viager était coûteux parce que l'État devait en acquitter les intérêts aussi longtemps que les têtes sur lesquelles les contrats étaient établis seraient en vie, portant ainsi la durée des paiements, pour les contrats passés sur des têtes jeunes, à 40, 50, voire 60 années et plus. Dans

13. Necker, *De l'Administration des Finances…*, *op. cit.*, p. 207-208.
14. D'après Hennet, *Théorie…, op. cit.*, p. 17 ; Paul-Edme Crublier de Saint-Cyran, *Calcul des rentes viagères sur une et sur plusieurs têtes…*, Paris, Cellot & Jombert, 1779.
15. Isaac Panchaud, *Réflexions sur l'état actuel du crédit public de l'Angleterre et de la France*, Paris, 1781, p. 44.

son analyse de l'administration de Necker, Mirabeau a fort justement calculé qu'un emprunt à terme de 65,3 millions à 7 % remboursables sur 22 ans coûtait au total 127 millions contre 167 millions, et même 275 millions, selon qu'il était respectivement classé par âge dans le premier cas (intérêt variant en fonction de l'espérance de vie), ou en fonction du nombre de têtes dans le second cas (possibilité de réversion de l'intérêt viager sur la ou les têtes survivantes nommées)[16].

Sur le papier, le modèle de Mirabeau était donc très supérieur à celui de Necker. Mais était-ce vraiment la manière optimale d'emprunter ? Pour répondre à cette question, nous avons comparé le déroulement d'un emprunt de 125 millions selon qu'il était :

– à terme, comme celui émis par Calonne au mois de décembre 1784, au denier légal et remboursable sur 25 années ;

– à terme, comme celui de Calonne, mais remboursable sur 45 ans ;

– en rentes perpétuelles au denier légal ;

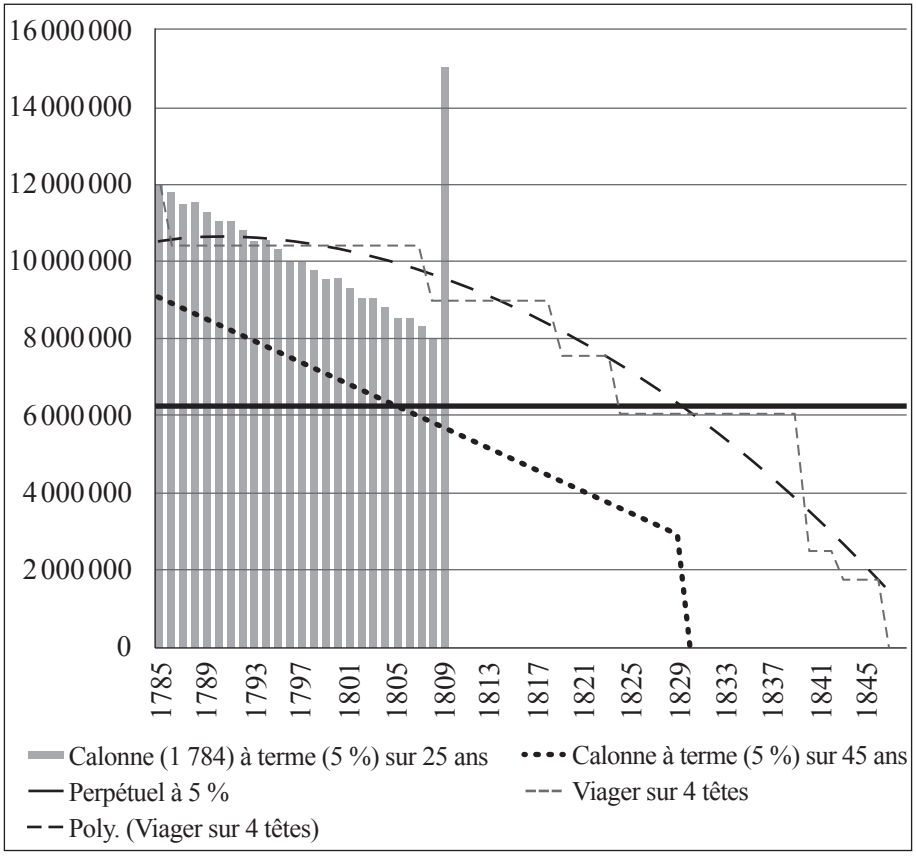
– en viager sur quatre têtes, conformément au remplissage par classes d'âge et têtes utilisé par Mirabeau dans sa brochure.

Les résultats des calculs portés sur le graphique 2 suggèrent qu'un emprunt à terme sur 45 ans était seul en mesure de procurer des fonds abondants sans surcharger le Trésor royal de paiements très lourds tout en assurant l'extinction du capital. Le service de la rente perpétuelle était nettement moins cher, mais devait durer éternellement. Cela dit, ce désavantage pouvait être compensé par l'inflation et la possibilité pour le gouvernement de profiter d'une réduction du coût de l'argent pour obtenir une réduction de l'intérêt sans défaut, comme l'a fait l'Angleterre après la guerre de Succession d'Autriche et, bien avant elle, la France à plusieurs reprises sous Louis XIV. En ce qui concerne l'emprunt de Calonne de 1784, relativement à une rente viagère sur 4 têtes, il présentait l'avantage de voir la charge sur le Trésor diminuer rapidement et s'éteindre 40 ans plus tôt. Mais, pendant ses premières années, le flux de trésorerie était plus élevé. À moins d'être émis sur une durée longue, comme le faisait l'Angleterre avec ses annuités, l'emprunt amortissable tendait à exacerber le poids de la dette à court terme dans le budget.

16. *Lettres du comte de Mirabeau sur l'administration de M. Necker*, s. l, 1787 ; tableaux p. 35, 40 et 44.

Graphique 2

Charge annuelle (livres tournois) pour le Trésor royal d'un emprunt de 125 millions en fonction du type d'emprunt émis



L'utilité de ces modèles trouve évidemment sa limite dans l'observation du chevalier Hennet, qui notait que « la difficulté dans un emprunt est de trouver des prêteurs »[17]. En temps de guerre, le risque de manquer un emprunt – et donc de laisser les troupes sans ressources ou le Trésor à la merci d'une crise de paiement – ne laissait guère de choix entre les options. Comme l'a dit Calonne aux magistrats

17. Hennet, *Théorie…*, *op. cit.*, p. 27.

du Parlement de Paris : « Les rentes viagères sont également onéreuses et immorales, on l'a dit ; on ne se rétracte pas, on en a conclu qu'il ne falloit en créer que rarement, à longs intervalles, et dans le cas où il faut user des ressources extraordinaires, comme en tems de guerre »[18]. L'argument entendait justifier l'ouverture d'un emprunt viager en temps de paix pour payer les dettes de la guerre.

Il n'empêche, l'attrait du public pour les placements en rentes viagères était tel que Joly de Fleury et Calonne ont secrètement rouvert la souscription d'emprunts viagers officiellement clos. Il s'agissait, soit de compenser l'échec de leurs propres emprunts, soit de répondre à un problème pressant de trésorerie, en puisant dans un marché demandeur tout en s'émancipant des contraintes politiques (enregistrement) d'une nouvelle émission et de son impact sur la confiance en l'absence de nouvelles recettes fiscales garantissant le service des intérêts. Il faut aussi souligner que les acquis de la science actuaire n'étaient pas toujours probants. Ainsi, les calculs effectués sous Louis XVI concernant les deux gros emprunts viagers émis en 1757 et 1758 par son grand-père montraient, paradoxalement, que le premier, émis sans distinction d'âge au taux de 10 %, s'amortissait deux fois plus lentement que le second qui portait pourtant sur deux têtes[19].

Les deux emprunts amortissables émis respectivement par Joly de Fleury (décembre 1782) et par Calonne (décembre 1785) mettent en évidence les limites de cette manière d'emprunter. Prévu pour attirer 200 millions, en partie payables en anciennes rentes perpétuelles, l'emprunt à terme de Joly de Fleury a subi un relatif échec puisque seule la moitié du capital a été souscrite. En 1785, suite à un relèvement du taux de l'escompte, Calonne a dû choisir un parti mitoyen :

– d'un côté, comme dans le cas de l'emprunt de 1784, émis au denier légal, une douceur était jointe aux investisseurs, cette fois sous la forme d'une loterie au lieu d'un accroissement du capital, une mesure qui revenait à augmenter le taux de rendement ;

– de l'autre, les rentiers avaient le choix, au moment du remboursement, d'opter entre un paiement en espèces ou une constitution de rente viagère à 10 %. De sorte que cet emprunt cumulait les inconvénients de l'emprunt à terme, qui pesait lourd sur le Trésor dans ses premières années, et ceux du viager, qui perpétuait la dette pendant de longues années.

À cette observation, formulée par le Parlement avant l'enregistrement, Calonne a répondu en demandant aux magistrats : « Serait-il juste de dire que cette création de rentes héréditaires n'est qu'une démonstration illusoire qui en réalité

18. BnF, *Réponse de M. de Calonne aux observations du parlement sur le nouvel emprunt*, décembre 1785, Gallica, http://catalogue.bnf.fr/ark:/12148/cb31500258x

19. P. Hébrard, « Les tontines… », *op. cit.*, a calculé que l'emprunt viager n'était pas nécessairement plus onéreux au gouvernement lorsqu'il portait sur trois ou quatre têtes.

est une création de viager ? Non ; car on ne saurait donner ce titre à la simple faculté de convertir chaque année le dixième remboursé de l'emprunt ». Le déroulement de l'ultime emprunt de la monarchie, celui de Loménie de Brienne (1787), dont les conditions n'étaient pas dissemblables, ne laisse cependant guère de doute sur l'attitude des rentiers face au remboursement : en 1789, l'option de conversion en viager représentait 100 des 120 millions souscrits[20]. Ainsi, au-delà des conflits épiques ayant opposé Necker et Calonne, il est évident que leurs décisions en matière de crédit reflétaient les conditions du marché de l'argent. Il s'agit désormais d'expliquer pourquoi l'argent était si cher.

II. BANQUEROUTES ET COÛT DE L'ARGENT

Dans le récit de ses voyages en France, Arthur Young a consacré un chapitre à la question des impôts. Il y a estimé que « si Louis XIV […] avait pu prévoir que le second monarque après lui serait mené captif par ses sujets, à cause des dettes qu'il contractoit alors, il auroit rejeté avec horreur le système [ruineux d'hypothéquer ses revenus] qu'il adopta »[21]. Bien qu'elle reprenne dans ses grandes lignes les arguments de ceux de ses contemporains hostiles à l'emprunt, l'observation de l'agronome anglais est intéressante, car elle pose la question d'une solution de continuité dans la France du XVIII^e^ siècle concernant les modes de financement des dépenses publiques et, partant, des contraintes qui pesaient sur la politique de la dette. À cet égard, les difficultés de la Régence à rétablir l'équilibre budgétaire après la mort de Louis XIV, par suite du volume des dettes contractées pendant les guerres de la Ligue d'Augsbourg et de Succession d'Espagne, font figure de cas d'école. Ce n'est qu'au bout de dix années, à l'issue d'une succession d'opérations longues et complexes, parsemées de banqueroutes partielles, alternant des périodes d'inflation et de déflation brutales, et marquées par plusieurs crises politiques ayant eu raison de cinq ministres des Finances, que la France est parvenue à s'extirper de l'une des plus graves crises de la dette de son histoire.

Cette période peut se décomposer en cinq phases essentielles :

– en 1715 et 1716, le maréchal de Noailles a adopté une politique de révision des dettes qui, au terme d'un visa des effets royaux, a permis de réduire et convertir la dette flottante (autrement dit les impayés) en billets de l'État ;

---

20. *Compte général des revenus et des dépenses fixes, Remis par M. le Premier Ministre des Finances à MM. du Comité des Finances de l'Assemblée nationale*, Paris, 1789, p. 56.

21. Arthur Young, *Voyages en France, pendant les années 1787, 1788, 1789 et 1790…*, Paris, Buisson, 1794, 3 vol., t. 3, p. 343-344.

– pour soutenir le cours de ces effets, John Law a œuvré, en 1717 et 1718, à leur conversion en actions de compagnies de commerce, les faisant ainsi participer aux plus-values de capitaux ;

– se fondant sur ses premiers succès, en 1719 et 1720, l'Écossais a proposé de diminuer le service de la dette par la conversion de l'ensemble des effets royaux en actions de la Compagnie des Indes et de réduire le coût de l'argent par l'augmentation de la masse monétaire ;

– dans la foulée de la banqueroute de Law, les frères Pâris ont mis sur pied, entre 1721 et 1724, un second visa des effets royaux qui a débouché sur une nouvelle restructuration des dettes héritées de Louis XIV et de celles nées des spéculations du système ;

– finalement, au terme d'un remaniement ministériel en 1726, Claude Le Peletier des Forts a procédé à une ultime révision et réduction du service de la dette. De sorte que la charge des intérêts de la dette a été ramenée de 37 % à 29 % des revenus bruts (206 millions), soit 59 millions par an répartis en 28,5 millions de rentes perpétuelles (48 %), 13 millions de rentes viagères (22 %) et 17 millions pour les gages des offices (30 %).

Tableau 1

État de la dette en 1727

	Capital millions de livres	*Intérêts millions de livres*
Rentes perpétuelles		
Sur les aides et gabelles	1 000	25
Sur les tailles	300	3,5
Sous-total	1 300	28,5
Rentes viagères		
Sur les aides et gabelles		5,7
Sur les tailles		3,3
Anciennes rentes viagères et tontines		4,0
Sous-total		13,0
Gages des offices		
Gages antérieurs à 1689	[300]	14,9
Gages postérieurs à 1689	[200]	2,8
Sous-total	[500]	17,6
Service annuel de la dette	[1 800]	59,1

Sources : AN, G^7 1114-1117 ; François R. Velde, *Lettres sur le visa des dettes de l'État ordonné en 1721*, Paris, Classiques Garnier, 2015.

Pour la première fois depuis de longues années, il semble que les recettes fiscales ont alors permis d'assurer le paiement régulier des dettes de la monarchie sans en contracter de nouvelles. Mais les coupes drastiques sur les effets royaux avaient vu leur valeur s'effondrer. Réduites au denier 50 (2 %) de leur capital, les rentes perpétuelles assises sur le revenu des tailles cotaient à peine 13 % de leur valeur faciale. En d'autres termes, le loyer de l'argent était de 15,3 %. Dans ces conditions, le maintien de l'équilibre budgétaire et la réduction du prix de l'argent étaient les deux priorités du gouvernement. Cette double contrainte était d'autant plus prégnante que l'essentiel de la dette était constitué en rentes perpétuelles et en offices, donc en théorie permanente, et que les rentes viagères ne devaient s'éteindre que progressivement. De sorte que la politique financière sous Louis XV a été naturellement dominée par le souci de soulager le Trésor du paiement des intérêts des rentes par l'extinction de leurs capitaux. Formulée par les frères Pâris sous le ministère Dodun (1722-1726) et mise en place avec la création d'une caisse des remboursements (1725), cette stratégie a aussitôt échoué faute de pouvoir lui affecter un surplus budgétaire.

Parmi d'autres opérations tendant au redressement du crédit, il faut signaler les tentatives ultérieures de Le Peletier des Forts (1726-1730), notamment avec l'introduction, au mois d'octobre 1728, d'une loterie destinée à lancer le processus du remboursement des rentes perpétuelles[22]. Pour y être admis, les créanciers du roi devaient acheter un billet de loterie (1 % du capital remboursable) et accepter de perdre 15 % sur la valeur faciale de leur titre dans le cas où leur billet serait tiré de la roue. Si cette remise au profit du Trésor constituait une nouvelle ponction sur le capital, la perspective du remboursement était toutefois attrayante en raison de la dépréciation des titres, certes, mais aussi des solides garanties offertes aux investisseurs. Rétablie par le ministre en 1726, la Ferme générale s'était engagée à verser le fonds d'amortissement (500 000 livres par mois). Conformément à la formule selon laquelle la solution au problème de la dette se trouvait dans la dette elle-même, le volume des intérêts remboursés devait grossir le fonds destiné à l'amortissement et, de la sorte, accélérer l'extinction des capitaux de la dette. Enfin, la publicité des tirages mensuels dissipait la défiance à l'égard des traitements de faveur ayant émaillé les opérations concernant la dette sous la Régence.

En dépit de ces précautions, cette opération publique de Le Peletier des Forts a été tout aussi malheureuse que ses spéculations secrètes sur les actions de la

22. Conseil du roi, arrêt du 19 octobre 1728.

Compagnie des Indes, qui tendaient au même but : agir sur le coût de l'argent. Pis, elle a ravivé le problème de la spéculation financière. En suspendant cette loterie, l'arrêt du Conseil du 27 juin 1730 informait le public « que les anciens rentiers […] n'ont tiré aucun profit de cet établissement, dont toute l'utilité a tourné profit d'un petit nombre de particuliers, lesquels s'étant formés en compagnie, se sont emparés chaque mois de presque tous les billets »[23]. Il n'empêche, en 1730, au moment où Orry prit les rênes des finances, le crédit de la monarchie s'était sensiblement redressé. Comme le montre le graphique 3, le taux de rendement de l'action de la Compagnie des Indes, qui constituait alors un indicateur de l'évolution du prix de l'argent, avait diminué de moitié, étant passé de 22 à 11 % entre 1725 et 1730. En 1733, un mémoire convenait que c'était grâce aux opérations de Le Peletier des Forts, « toutes mal entendues qu'elles étaient, qu'on a dû attribuer le bonheur de voir la chute de l'usure, et l'argent en quelque mouvement ». Relativement à 1727, les contrats de rentes au denier 40 sur l'Hôtel de Ville étaient remontés de 20 à 40 %, soit un taux implicite de 6,25 %[24] (voir graphique 3).

La situation du crédit n'était donc pas très différente de celle de la France du début du règne de Louis XVI. Elle demeurait également tributaire de l'environnement international. Au mois de septembre 1733, la guerre de Succession de Pologne vit le prix de l'argent s'envoler. D'où la résolution du cardinal de Fleury de rassurer les créanciers en ajustant aussitôt la position du Trésor. La déclaration rétablissant l'impôt du dixième des revenus expliquait que cette ressource extraordinaire, destinée aux dépenses de la guerre, devait garantir que « le paiement des dettes de l'État […] et les fonds qui y ont été employés pendant la paix y demeurent toujours également affectés ». Néanmoins, pour se procurer des fonds frais en attendant la perception effective du dixième, Orry a aussi successivement émis deux emprunts viagers sous forme de tontine en 1733 (10 millions) et en 1734 (15 millions), dont le taux actuariel de 9,5 % semble défier l'effet d'annonce du ministre pour qui « une création de rentes viagères est de tous les expediens le moins onereux à l'Estat[25] ».

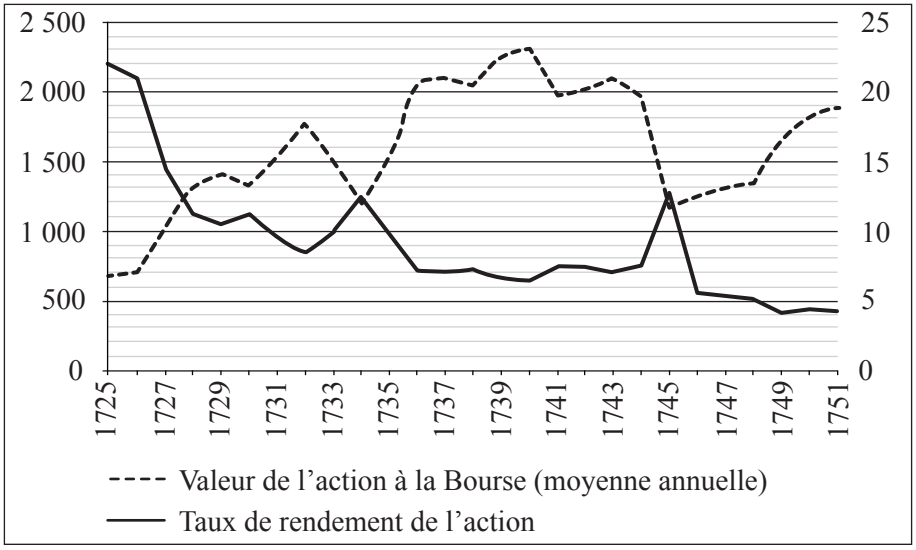
---

23. CAD, *Mémoires et documents*, France, 1266, *Mémoire sans titre concernant la politique du gouvernement après la disgrâce de Le Peletier des Forts*, 1er mars 1730.

24. Guy Antonetti, « Les manœuvres boursières du contrôleur général Le Peletier des Forts et la réglementation du marché des valeurs mobilières (1730) », *Revue historique de droit français et étranger*, 1984, p. 577-597 ; Joël Félix, « Modèles, traditions, innovations : Le Peletier des Forts et la renaissance de la finance sous le règne de Louis XV », *in* Anne Dubet, Jean-Pierre Luis (dir.), *Les financiers et la construction de l'État : France, Espagne, XVIIe-XVIIIe siècles*, Rennes, Presses universitaires de Rennes, 2011, p. 125-154.

25. Édit du Roy portant création de rentes viagères en forme de tontine, août 1734 ; Georges Gallais-Hamonno, Jean Berthon, *Les emprunts tontiniers de l'Ancien Régime. Un exemple d'ingénierie financière au XVIIIe siècle,* Paris, Publications de la Sorbonne, 2008.

Graphique 3
Cotation (livre tournois) et taux de rendement (%) de l'action de la Compagnie des Indes, 1725-1751



Source : André Morellet, *Mémoire sur la situation actuelle de la Compagnie des Indes*, Paris, Desaint, 1769.

Comme le suggère un document mis au net en 1735 et faisant état d'un échange de vues entre deux personnes anonymes concernant la dette, la résolution d'emprunter en un coûteux viager était motivée par la crainte qu'un nouvel accroissement de la dette constituée ne mette en cause la stabilité du régime : « il est certain que tant que l'État sera chargé d'une si énorme dette [perpétuelle], il n'est pas possible qu'il n'arrive des temps de guerre et de troubles qui en interrompant le paiement ne produisit à la fin quelque funeste révolution ». Ce document, dont l'un des auteurs était probablement Orry lui-même, entendait étudier les moyens de débarrasser les finances royales du fardeau des dettes de Louis XIV et de la Régence, ce « maudit milliard [de capitaux] qui deviendrait tôt ou tard la perte du royaume[26] ».

26. CAD, *Mémoires et documents*, France, 1302, f. 86.

Deux solutions principales étaient envisagées qui passaient également par une loterie de remboursement des rentes :

– l'une consistait à améliorer la loterie de Le Peletier des Forts en amputant cette fois le capital remboursable d'un quart, pour le réduire à 750 millions, cela sans toucher aux intérêts, dans l'espoir, vain selon le second observateur, que le paiement régulier des intérêts suffirait à en soutenir leur cours ;

– l'autre solution proposait d'utiliser le fonds de remboursement de la loterie pour convertir les rentes perpétuelles en rentes viagères dont le capital disparaîtrait à terme.

Raffinée par la suite, cette seconde approche a été adoptée dans l'édit du mois de décembre 1737 établissant une loterie royale *pour procurer l'extinction de partie des capitaux de rentes sur l'Hôtel de Ville de Pari*s. Son attrait principal résidait dans la possibilité offerte aux créanciers du roi, en achetant un ticket de loterie, de gagner l'un des lots en espèces et l'assurance, dans le cas d'un billet perdant, d'obtenir une rente viagère d'un rapport annuel plus élevé (double) que leur contrat de rente perpétuelle au denier 40 (2,5 %), cela moyennant la perte du capital à leur décès – un capital que, de toute manière, ils n'auraient pu vendre sans encourir une grosse perte étant donné le discrédit de ces effets.

Le succès de cette seconde loterie d'amortissement a été longtemps incertain. Au mois de décembre 1738, le gouvernement n'avait placé que 10 925 billets sur les 20 000 offerts, apparemment en raison des lenteurs judiciaires liées aux formalités coûteuses et complexes de la purge des hypothèques qui grevaient habituellement ces biens immeubles[27]. Pour mener l'opération à son terme, le gouvernement dut aussi se plier à la volonté des acquéreurs potentiels qui voulaient, par préférence, convertir des contrats de rentes sur les tailles ou des finances de gages et de taxations d'office, autrement dit les effets royaux les plus discrédités. En l'absence d'informations sur les motivations des investisseurs dans les fonds royaux et l'évolution du cours de ces derniers à la Bourse avant 1746, il est assez délicat d'évaluer la portée de cette loterie qui a permis de convertir 10 millions d'anciennes dettes. Même en tenant compte des conversions des deux autres loteries de remboursement lancées par Orry en 1739 (20 millions) et en 1743 (7,2 millions), il est clair que les sommes en jeu, moins de 40 millions de capitaux remboursés au total, formaient une goutte d'eau dans l'océan de la dette constituée.

---

27. K. Béguin, *Financer la guerre…*, *op. cit.* ; Joël Félix, *Finances et politique au siècle des Lumières. Le ministère L'Averdy, 1763-1768*, Paris, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 1999, consultable en ligne, https://books.openedition.org/igpde/1982.

La guerre de Succession de Pologne étant de portée limitée, et le coût de l'argent ayant repris son mouvement tendanciel à la baisse, Orry a abandonné l'emprunt viager comme ressource extraordinaire. En 1735, il a eu recours à l'emprunt à terme, moins cher, car émis au taux du denier légal, pour un capital de 12 millions, et remboursable sur 15 années. À l'instar des loteries de remboursement, la régularité des tirages et la ponctualité du paiement des capitaux ont sans doute contribué au redressement de la confiance. À tout le moins, à la veille de la guerre de Succession d'Autriche (1740-1748), le taux moyen annuel de l'escompte des lettres de change sur Paris était tombé à 4,9 %. Fort de cet avantage, le gouvernement ajusta progressivement sa politique de crédit autour d'emprunts à terme émis au denier 20. Dès lors, la dernière loterie émise par Orry ne donna pas lieu à une conversion en rentes viagères mais, cette fois, en effets remboursables sur 10 années.

L'entrée en guerre, en 1744, de l'Angleterre dans celle de Succession d'Autriche (1741-1748) précipita cette transition en même temps qu'elle vit la France faire sa réapparition sur le marché des capitaux internationaux. Dans l'un des rares documents à passer en revue la politique de la dette depuis la Régence jusqu'à Silhouette (1759), Dufort de Lagraulet nous apprend qu'un « citoyen aussi zélé que courageux avait démontré la nécessité des emprunts, de préférence aux impositions, avec la sage maxime des remboursements naturels, et ce parti avait prévalu lorsque Monsieur de Machault a succédé à Monsieur Orry »[28]. En effet, sur les 16 emprunts publics (environ 408 millions) émis entre 1746 et juin 1757, 13 l'ont été en fonds amortissables, pour la somme théorique de 345 millions (85 %, moyenne 26 millions). L'originalité de cette longue décennie apparaît plus nettement si l'on observe que durant le conflit suivant, entre juin 1757 et décembre 1759, 5 des 8 emprunts émis par le gouvernement l'ont été en viager (60 %) pour un capital total de 200 millions (moyenne 40 millions), ouvrant ainsi une nouvelle et dernière phase dans la politique de la dette sous l'Ancien Régime.

L'examen des flux de trésorerie (tableau 2) pour le service des principaux emprunts à terme émis entre 1746 et 1757 confirme ce qui a été observé plus haut : leur charge annuelle pour le Trésor était plus onéreuse que celle des rentes viagères ou des tontines, à cause du remboursement des capitaux. Pour cette raison, sans doute, les volumes émis étaient relativement faibles. Cependant, relativement au viager, les emprunts à terme de Machault offraient un double

28. Bibliothèque Mazarine, ms. fr. 2767, *Observations sur les opérations de finance par le sieur Dufort de Lagraulet, année 1749*, f° 8-9.

avantage. Émis successivement pendant la guerre pour une durée limitée (en général 10 ans), ils devaient s'éteindre rapidement, soulageant ainsi la position du Trésor au retour de la paix, ou, en cas de besoin, ils pouvaient être replacés dans le public et gagés sur les mêmes fonds. Quant aux remboursements annuels, ils entretenaient la confiance ainsi que l'abondance sur le marché des capitaux, contribuant ainsi à faire circuler l'argent et donc à réduire son coût.

Tableau 2

Résultats des principaux emprunts à terme, 1746-1757

Date d'émission	*Fonds assignés*	*Capital (millions)*	*Taux d'émission (%)*	*Durée de l'amortissement (ans)*	*Flux annuel pour le Trésor (% capital)*
1746	Ferme des postes	10	5	15	10
1746	2 sols pour livre du dixième	24	5	10	13
1748	Loterie royale	20	5	10	12,5
1749	Caisse des amortissements	36	5	12	11
1751	Ferme des postes	30	3	22	6,25
1755	Loterie royale	30	4	10	11,5
1756	2 sols pour livre du dixième	36	5	10	11,9
1757	Conversion	40	5	10	13

Le succès rencontré par l'emprunt à terme pendant la guerre de Succession d'Autriche ne changeait rien au problème sous-jacent du fardeau des rentes perpétuelles sur le crédit de la monarchie. Comme sous Fleury, le redressement de leur cours marchand était toujours considéré comme la panacée en finances. Consulté en 1749 par Machault d'Arnouville sur ses projets d'établissement d'une caisse d'amortissement des anciennes dettes, Joseph Pâris Duverney applaudit et ajouta :

> « On s'occupera en vain, écrivait-il, du bonheur des peuples et de l'accroissement des forces de l'État, tant que l'attention du gouvernement ne portera pas sur la masse des dettes dont les arrérages consomment des grands fonds chaque année[29]. »

29. Bibliothèque municipale de Poitiers, Fonds d'Argenson, Joseph Pâris Duverney, *Mémoire sur différents moyens proposés pour rétablir les finances*, non paginé.

Dans un autre mémoire, le financier voyait dans la caisse d'amortissement le moyen de réussir là où Law, jadis, avait échoué :

> « Plus j'ay réfléchy, plus j'ai trouvé qu'elle peut devenir la source du crédit qu'il est si intéressant d'établir ; pourroit-on en effet ramener la confiance et la bonne opinion par des moyens plus sûrs que par ceux qui en opérant la libération de l'État feroient rentrer dans la main des citoyens l'argent qui en est sorti par tant de voies différentes. Cet argent mort depuis longtemps pour la circulation luy rendroit en s'y répandant le mouvement et l'activité qu'elle a perdu. L'argent devien droit commun, l'intérêt baisseroit, les fonds de terre reprendroient faveur, le commerce emprunteroit sans usure. Tels sont les effets qui me paroissent devoir suivre les remboursements[30] ».

Au regard des merveilles attendues d'une politique du remboursement des dettes, l'échec des deux caisses d'amortissement mises en place par Machault d'Arnouville (1749) puis par L'Averdy (1764) peut sembler paradoxal. La résistance d'une partie des privilégiés, en particulier du clergé, à l'introduction d'une taxe universelle, le vingtième, destinée à financer les activités de la caisse d'amortissement, est justement considérée comme la cause première des problèmes ultérieurs de la France. Il faut néanmoins noter que l'impact des caisses d'amortissement devait être nécessairement très lent. L'un des mémoires remis à Duverney estimait qu'avec un fonds de remboursement assez modeste, d'un montant annuel de 7,2 millions devant s'accroître du produit des intérêts éteints, l'amortissement du milliard de rentes perpétuelles devait prendre 36 ans. Il était donc essentiel de protéger les caisses contre les aléas.

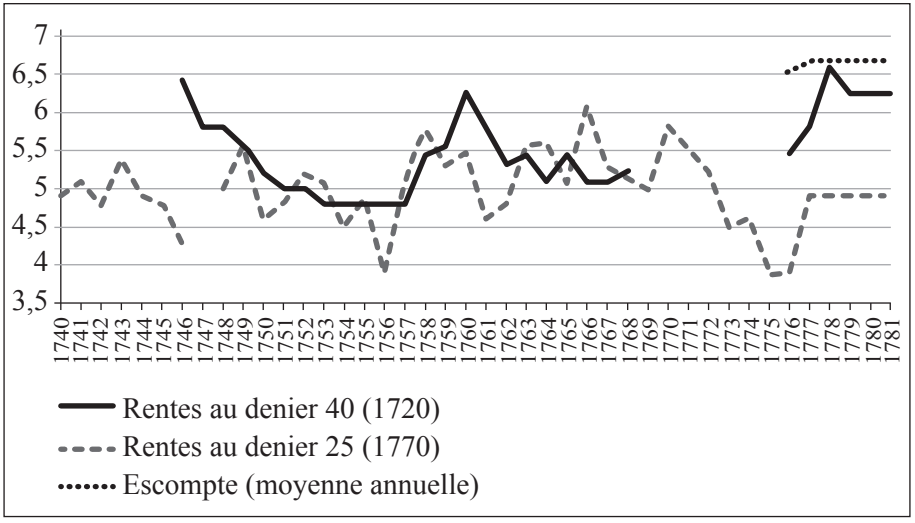
S'il ne faisait aucun doute dans l'esprit de Duverney que l'ambition principale des projets de caisse d'amortissement était de rembourser les anciennes dettes, ses réflexions apportent des éléments intéressants sur les intentions de leurs concepteurs. En réalité, leur objectif premier était de rembourser les dettes à court terme de la guerre dont le sort était incertain. En effet, l'usage de supprimer, dès la fin des hostilités, les recettes fiscales extraordinaires créait les conditions d'une crise budgétaire laissant planer l'ombre d'un visa des créances sans fonds. De sorte qu'en légitimant l'introduction d'un impôt en temps de paix, le principe de l'amortissement des anciennes dettes permettait d'émettre un emprunt de paix pour rembourser les créances des financiers et fournisseurs. Pour Duverney, il était essentiel que cet emprunt se paie en espèces, comme cela s'est fait, et non point en effets dépréciés. De cette manière, le gouvernement

30. *Idem*, Joseph Pâris Duverney, *Réflexions sur un projet de finances qui a pour objet le remboursement des capitaux dont l'État est surchargé*, non paginé.

était en mesure d'introduire un nouveau type de rentes, des rentes au porteur plus liquides que les contrats notariés dont ils se trouvaient désolidarisés. En augmentant la masse monétaire, ces effets circulants devaient seconder l'action de la caisse d'amortissement sur le prix de l'argent.

Graphique 4

Évolution du taux de rendement des rentes perpétuelles au denier 40 et 25, et du taux de l'escompte



Sources : sauf exception, le cours des rentes au denier 40 est celui de la dernière cotation de l'année et pris dans les périodiques du temps *Journal de Paris, Petites Annonces, Gazette du commerce* ; le taux de l'escompte est pris de Thomas Luckett, *Credit and commercial society in France, 1740-1789*, Princeton, Princeton University, 1992, p. 224-225.

La mise en œuvre, dès 1749, de cette stratégie fiscale et financière a été couronnée de succès. Si l'on excepte l'avènement de Louis XVI, le prix de l'argent en France sous l'Ancien Régime n'a sans doute jamais été plus bas qu'en 1756. Le taux moyen annuel de l'escompte était alors inférieur à 4 % et le taux de rendement des rentes du visa en dessous de 5 %. D'où la critique de L'Averdy à l'égard de Machault qui, contrairement à l'Angleterre, n'a pas saisi l'occasion de la détente monétaire pour abaisser le denier légal. Machault était en effet parvenu à placer deux gros emprunts à terme à des taux avantageux :

– l'un, en 1749, de 36 millions sur les recettes de la caisse d'amortissement émis au taux légal ;

– l'autre, en 1751, de 30 millions, assigné sur les recettes de la ferme des postes, mais cette fois au taux exceptionnellement modéré de 3 %.

Cette belle réussite était cependant minorée par l'aliénation, aux termes de l'édit de 1751, de 2 millions en rentes viagères (capital prévu de 20 millions), une opération répétée en 1754 qui a suscité de vives inquiétudes de la part des magistrats du Parlement de Paris. Justifiés, l'un par la nécessité de refinancer une dernière queue de dettes de la guerre, l'autre par l'opportunité de recapitaliser des recettes fiscales allouées à des rentes viagères éteintes, ces deux emprunts laissaient augurer d'une pérennisation de l'impôt du vingtième. Cette entorse au projet initial mettait en évidence une faiblesse du nouveau dispositif financier : l'absence de mécanismes propres à constater la situation du Trésor et la destination des fonds. Il est vrai que les principaux conseillers des ministres ne disposaient pas eux-mêmes de notions exactes, le budget demeurant une chose secrète. Alors que l'un des mémoires de 1749 fondait ses calculs sur une dette flottante de 30 millions, Duverney l'estimait à 100 millions. Ces incertitudes alimentaient les suspicions. Cela n'était pas entièrement sans raison puisque les promoteurs de la caisse, avant même sa création, avaient envisagé le détournement de ses fonds :

> « La guerre se rallumant, on trouveroit un premier secours dans les revenus même, et dans les fonds destinés aux remboursements que l'on suspendroit, et chaque partie libérée en offriroit un nouveau qu'il seroit d'autant plus aisé de se procurer, que le gouvernement jouiroit alors de toute la confiance publique ».

Sauf à imaginer qu'une paix durable, comme le posait Duverney dans cet extrait, ait permis à la caisse de rétablir le crédit du roi en redressant le cours des rentes perpétuelles, l'une des vertus cardinales de l'amortissement résidait donc aussi dans la constitution d'un fonds de réserve dont le gouvernement pouvait s'emparer en cas d'urgence – ce que Silhouette et Terray ont fait respectivement en 1759 et en 1770 par la suspension de la caisse d'amortissement.

Il n'est pas facile de dire quel a été l'impact des caisses d'amortissement de Machault et de L'Averdy, ni les conséquences de leur suppression sur le crédit de la monarchie. Sur ce point, l'expérience de l'Angleterre, qui a mis en place une caisse d'amortissement (*Sinking Fund*) dès 1716, que William Pitt le Jeune a sérieusement revigorée en 1786 et soutenue durant les guerres révolutionnaires, n'est pas probante. Le gouvernement de Georges III a emprunté, d'une part, 874 millions de livres et remboursé, de l'autre, 284 millions de livres de capitaux d'une ancienne dette dont les intérêts étaient plus faibles que ceux nouvellement offerts. D'où, à l'instar de Terray en 1770, les vives critiques formulées en 1815 à l'encontre de la théorie de l'amortissement et suivies par

la suppression du *Sinking Fund.* La résilience de la Grande-Bretagne suggère néanmoins que l'institution a joué un rôle primordial dans le maintien de la confiance dans les circonstances très difficiles de la Révolution et l'Empire[31].

La caisse de Machault ne semble pas avoir eu d'effet durable sur le raffermissement du crédit. Dès les premiers bruits de guerre, les rentes de 1749 émises sur la caisse d'amortissement, dont le cours avait fluctué entre le pair et un léger bénéfice, ont coté à perte. À moins d'y lire l'effet d'une incertitude concernant la régularité des remboursements, cette réaction suggère que certains porteurs vendaient leurs titres en prévision d'une hausse du prix de l'argent et de l'opportunité de placements plus avantageux. La combinaison de ces deux réactions pourrait expliquer l'échec de deux emprunts à terme émis en 1757 et la décision du gouvernement de pallier le manque de fonds par l'émission de rentes viagères. L'effet de la suspension des caisses d'amortissement (1759, 1770) sur le crédit est en revanche plus net. Parmi les conséquences de la suspension de 1759, il faut souligner l'accumulation d'une dette flottante composée des coupons de remboursement des loteries et des emprunts à terme. N'ayant plus de fonds affectés à leur paiement, ces effets ont donné lieu à une intense spéculation qui a maintenu le coût de l'argent à un niveau très élevé pendant et après la guerre de Sept Ans. Pour Necker, qui avait vécu ces temps difficiles, l'emprunt viager était une réponse au problème des effets au porteur dont le discrédit aboutit à la suppression de la caisse de L'Averdy. Pour éliminer l'impact de ces titres sur le coût des anticipations des recettes fiscales, indispensables pour assurer la trésorerie du gouvernement, Terray résolut en effet de les geler par leur conversion en contrats perpétuels à 4 %. Cette banqueroute sonnait ainsi le glas des espoirs placés dans la politique d'amortissement de la dette perpétuelle mise en œuvre depuis Fleury. Au lieu de diminuer, son capital s'était accru : le milliard qui devait perdre le royaume s'élevait désormais à 1 268 millions[32].

À la veille de la Révolution, les anciennes dettes de Louis XIV et celles du système, en y comprenant les gages des offices (14 millions), n'entraient plus que pour à peine 15 % de celles de la France. Leur service annuel consommait à peine 7,5 % des recettes fiscales brutes (496 millions). Si le Trésor acquittait encore 20 des 25 millions d'intérêts du capital de la dette constituée à l'issue du second visa, en revanche il ne destinait plus que 466 235 livres d'intérêts au paiement des 13 millions de rentes viagères sur les aides et gabelles émises

31. Eric Lyde Hargeaves, *The National Debt*, Londres, Frank Cass, 1966, p. 136.

32. Tim J. A. Le Goff, « Les caisses d'amortissement en France (1749-1783) », *in L'Administration des finances sous l'Ancien Régime*, Paris, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 1997, p. 177-193 ; J. Félix, *Finances…*, *op. cit.*

sous la Régence[33]. Vue sous cet angle, l'ambition d'Orry d'amortir les contrats sur l'Hôtel de Ville au denier 40 en les convertissant en rentes viagères ou en emprunts à terme se justifiait entièrement. Mais pour qu'un tel projet réussisse, il aurait fallu augmenter les recettes fiscales d'environ 10 % par an et, surtout, maintenir ce flux pendant de longues années. Or, l'expérience des caisses d'amortissement montrait que le roi, même en leur affectant des ressources fiscales, n'était pas en mesure de garantir le remboursement suivi des capitaux, et donc de réduire le prix de l'argent. La cessation des paiements, comme le notait Bertin, ne modifiait pas les données du problème : « L'argent et son intérêt, l'impôt et son recouvrement ont […] un niveau comme l'eau, ou les forces mouvantes, en sorte que ce que l'on gagne d'un côté on le perd nécessairement de l'autre »[34].

Conclusion

Malgré de réelles innovations, tant fiscales que financières, la monarchie française au XVIII[e] siècle a donc largement échoué dans ses tentatives de financer la guerre sans mettre le pays en état de faillite. Dans un contexte d'exiguïté fiscale, les défauts de la Régence ont tué l'emprunt perpétuel, puis l'échec des caisses d'amortissement a entravé le développement des annuités à terme qui étaient particulièrement avantageuses pour le Trésor. Faute de pouvoir équilibrer le budget et mettre en œuvre un programme suivi de remboursement, le taux de rendement des anciennes dettes demeurait très élevé, habituellement supérieur au denier légal. Dans ces conditions, la hausse du prix de l'argent en temps de guerre, l'incertitude concernant la durée et l'issue du conflit, enfin la nécessité de financer les dépenses extraordinaires sans surcharger ou fâcher le contribuable ont forcé le gouvernement à emprunter sous la forme de rentes viagères, une forme de crédit assurément coûteuse, mais somme toute moins chère et plus efficace que les services des traitants de jadis. L'habitude du roi de payer régulièrement les intérêts de la dette, contrairement au remboursement des capitaux, jointe à l'offre de taux avantageux calés sur le marché de l'argent, suffisait à ouvrir les bourses des épargnants.

Avec le recul, la capacité de la France de s'endetter sans offrir d'autres garanties que des assurances vagues concernant la santé financière du royaume semble aller à l'encontre du modèle de l'engagement crédible. Mais il ne faut

33. *Compte général des revenus…*, *op. cit.*, et *Compte-rendu au Roi, de mars 1788, et publié par ses ordres*, Paris, Imprimerie royale, 1788.

34. Joël Félix, « Les rapports financiers des contrôleurs généraux des finances. Deux rapports financiers de Bertin à Louis XV », *Études & Documents,* VII, 1995, p. 527.

pas oublier que l'investisseur français ou étranger avait peu d'opportunités de placements aussi avantageux que dans les fonds royaux. En outre, en dépit de ses faiblesses structurelles, la France demeurait la première puissance économique. Focaliser l'attention sur les banqueroutes, c'est oublier les contraintes formidables que faisait peser la répétition de longues guerres sur les sociétés d'Ancien Régime ainsi que leur capacité de résilience. Si les opinions demeuraient fortement polarisées, l'examen de la politique de la dette sous Louis XV et Louis XVI montre que les ministres en charge des finances ont constamment tiré les leçons du passé. Ce faisant, les crises de la dette ont alimenté d'intenses réflexions publiques sur les fondements de la stabilité financière, dont la substance est contenue dans les réformes soumises par Calonne aux notables et dans les débats de l'Assemblée constituante, mais dont les résultats durables se feront attendre jusqu'à la Restauration. Pour ces raisons, la naissance de la dette publique, qui est l'un des faits majeurs de la France du XVIII^e siècle, a puissamment contribué à la modernisation de ses institutions financières et politiques.

LES SORTIES DE SURENDETTEMENT DEPUIS LA FORMATION DE L'ÉTAT ITALIEN (1861-2010)

Giuseppe CONTI*

Introduction

L'Italie, durant le siècle et demi d'unité nationale, a traversé de longues périodes de niveaux élevés de dette publique qui, souvent, mettaient en péril la stabilité économique, sociale et politique du pays. Par rapport au PIB, la dette a dépassé le seuil symbolique de 60 % en 152 années (de 1862 à 2014) et atteint des sommets à trois chiffres pendant 34 années[1]. L'histoire du cas italien montre la construction sociale d'un État « en dettes », cherchant à accroître ses possibilités d'accès au crédit, à élargir la confiance publique, à gérer ses titres et les placements. Les finances de l'État en déficit se sont ainsi rapprochées de situations d'insoutenabilité de la dette et d'états d'exception dont la « normalisation » les a énoncés comme paradigme de gouvernement. Cependant, l'*extrema ratio* de la suspension officielle des paiements pour intérêts ou pour rembourser le principal a toujours été évitée. Or, si une crise fiscale grave n'a pas été déclenchée, cela ne signifie pas pour autant qu'elle n'était pas imminente. Des situations à haut risque étaient ainsi signalées par les détournements de politiques budgétaires visant à élever la taxation, par des recours massifs aux émissions monétaires et des alourdissements de charges d'intérêts sur les nouveaux emprunts, même si l'on n'a jamais assisté à des crises de confiance susceptibles de compromettre les possibilités pour l'État de continuer à s'endetter. Donc, le nouvel État n'a jamais officialisé son incapacité à honorer le service de la dette souveraine et le marché des capitaux n'a jamais fermé ses guichets d'offre.

Le dicton de Balzac selon lequel ce « qu'il y a de plus difficile, dans la politique expectante, c'est de savoir quand un pouvoir qui penche tombera[2] » est

* Nous remercions pour des suggestions très utiles Anna Maria Nifo, Olivier Feiertag et les participants au séminaire de l'IGPDE au cours duquel ce travail a été présenté. Toutefois, ils ne sont pas responsables de ce que nous avons fait.

1. Tous les calculs sont faits sur la définition de dette restreinte au périmètre de la dette du Trésor, à l'exclusion des emprunts des administrations périphériques. Ici, « dette publique » doit s'entendre comme « dette de l'État central ».

2. Honoré de Balzac, *Une ténébreuse affaire : scènes de la vie politique*, Paris, Hippolyte Souverain éditeur, t. 1, 1842, p. 154.

incontestable. De toute façon, un pouvoir qui ne tombe pas peut s'affaiblir et s'ébranler sous le fardeau de la dette – même s'il arrive parfois que la dette soit un levier de pouvoir économique et politique. Les économistes ont cherché ce « seuil magique » de soutenabilité de la dette comme une sorte de Saint Graal[3]. La soutenabilité est conçue de diverses manières, en termes :

– soit de solvabilité et de capacité à honorer les remboursements ;

– soit de non-altération des perspectives de croissance à moyen et long terme de l'économie ;

– soit encore, plus simplement, d'assimilation à une crédibilité fiscale.

Cela ne peut pas s'appliquer à des analyses historiques d'un pays qui, au cours du temps, a changé profondément ses structures économiques et sociales, introduisant des institutions et des modalités différentes pour gérer les situations critiques[4]. En plus, tout au long du dernier siècle et demi, l'ordre monétaire et économique international a changé, modifiant ainsi les contraintes politiques (fiscales et monétaires) pour ajuster des déséquilibres internes et extérieurs et pour réagir aux crises. Donc le « seuil » change au cours des phases historiques en changeant aussi sa signification politique et économique.

Le célèbre ouvrage de Reinhart et Rogoff avance des paramètres fixes et conventionnels au-delà desquels un gouvernement sort d'un sentier de prudence fiscale et financière et peut perdre sa capacité de faire face aux risques de *default* et de déclin de croissance[5]. Les critiques reçues les ont amenés à réviser leurs conclusions et à admettre qu'un seuil est loin d'être clairement défini[6]. Le problème pour eux reste quand même celui de la réduction de dettes élevées. Leur conception – comme celle des analyses strictement économiques – demeure normative, visant à trouver des politiques équitables. L'équité est bouleversée aussi par la plupart des solutions de désendettement (*deleveraging*) : restructuration, inflation, taux d'intérêt réels négatifs, répression financière.

---

3. Les mots entre guillemets sont tirés d'Andrea Pescatori, Damiano Sandri et John Simon, « Debt and Growth: Is There a Magic Threshold? *», IMF, Working Papers*, n° 34, février 2014. La littérature sur la soutenabilité est assez vaste et des références sont indiquées dans les ouvrages cités par la suite.

4. Une référence désormais classique est l'étude de Blanchard qui examine la soutenabilité des déficits budgétaires à partir d'un ratio dettes sur PIB considéré au départ satisfaisant, dont le taux de croissance du produit est supérieur au taux d'intérêt ; Olivier Blanchard, Jean-Claude Chourqui, Robert Hagemann et Nicola Sartor, « The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question », *OECD Economic Studies*, n° 15, Autumn 1990, p. 7-36, spéc. p. 8.

5. Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, *Cette fois, c'est différent : Huit siècles de folie financière*, Paris, Pearson, 2010 ; mais pour les renvois au texte, on fait référence à l'édition américaine : *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton-Oxford, Princeton University Press, 2009.

6. Thomas Herndon, Michael Ash et Robert Pollin, « Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 38, n° 2, 2014, p. 257-279.

Plus récemment, Reinhart et Rogoff admettent que l'austérité fiscale serait tout au plus une politique tardivement correcte, même s'ils doutent qu'elle soit suffisante pour mettre les finances et l'économie à l'abri[7].

L'approche suivie ici est différente. La soutenabilité n'est pas une question de niveau de dette élevé, mais de capacité tendancielle de s'acquitter de tous les engagements qu'elle comporte. Un seuil, à géométrie variable, peut bien être isolé, reprenant une simple dynamique de la dette déterminée par des variables quantitatives. Il s'agit d'un signal d'alerte qui peut servir à l'analyse historique pour cerner mieux des phases et des années critiques et détecter les voies de sortie. Les changements de variables déplacent le seuil d'une année à l'autre. Le chemin suivi par le seuil délimite, d'une part un champ ou un « territoire » de soutenabilité et, de l'autre, une zone à risque croissant de vulnérabilité. Est-ce par rapport à ce seuil que les conditions effectives de l'État se situent d'un côté ou de l'autre ? Ainsi, il est possible d'indiquer de manière précise une séquence de phases de dette soutenables et insoutenables, proche de ce que Jean Bouvier appelait les « rythmes des temps de l'histoire »[8]. Notre but est de montrer l'affaiblissement ou le renforcement d'un pouvoir exercé par les autorités politiques, grâce ou malgré la dette de l'État. La force ou la faiblesse se révèlent surtout au moment de la nécessité de sortir de situations d'insoutenabilité.

I. LES MOUVEMENTS AUTOUR DE LA FRONTIÈRE DE SOUTENABILITÉ

Depuis l'unification nationale, les gouvernements ont maintenu ou subi, indépendamment de leurs tendances politiques – sous le libéralisme constitutionnel, le fascisme ou la démocratie républicaine –, des niveaux élevés de dette de l'État par rapport au PIB. Cela s'est produit avant la Seconde Guerre mondiale et depuis la seconde moitié des années 1980, à exception d'un intervalle entre 1948 et 1977 au cours duquel de hauts niveaux de croissance économique et des politiques budgétaires « vertueuses » ont maintenu un rapport d'endettement très bas. Dans le graphique 1, la courbe la plus épaisse met en évidence cette exception. L'exceptionnalité d'une dette publique élevée devenant

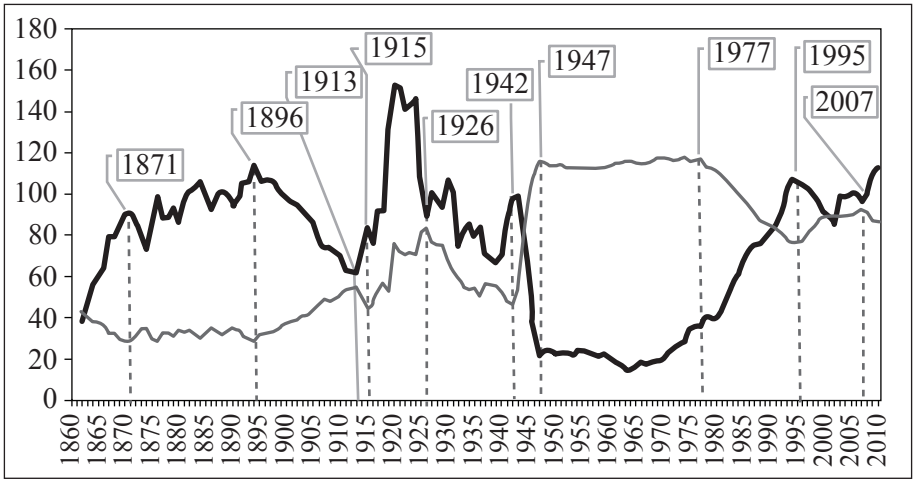
7. C. M. Reinhart et K. S. Rogoff, « Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten », *IMF, Working Papers*, n° 266, décembre 2013, paru *in* Stijn Claessens, M. Ayhan Kose, Luc Laeven et Fabián Valencia (dir.), *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*, Washington, DC, International Monetary Fund, 2014.

8. Jean Bouvier, « Histoire financière et problèmes d'analyse des dépenses publiques » [1978], *in* Jean Bouvier, *L'historien sur son métier. Études économiques XIX^e^-XX^e^ siècles*, Paris, Éditions des Archives contemporaines, 1989, p. 214.

habituelle est ainsi une sorte de caractère imprimé dans l'ADN national[9]. Ce constat confirme une interprétation issue d'une longue et noble tradition dans la culture italienne, et reprise récemment par Cassese pour la traduire dans la formule d'une Italie pays « sans État »[10]. La faiblesse des institutions nationales ou l'incapacité des élites à discipliner les pulsions sociales contribuent à rendre le pays ingouvernable. Un signe de cet aspect est le surendettement. Les gouvernements choisissent la voie la plus facile pour se tenir au-dessus de leurs possibilités, dépensant systématiquement plus de recettes que l'on ne peut ou ne veut imposer. Les élites politiques et économiques font preuve ici d'un manque de responsabilité, incapables d'assumer de manière nette toutes les tâches de leurs rôles[11]. L'autre dimension extrême d'une faible rigueur fiscale est une politique monétaire dirigée par les besoins du Trésor (*fiscal dependence*)[12].

Graphique 1

Dette de l'État par rapport au produit intérieur brut et indice de soutenabilité, 1862-2010



Légende : la ligne épaisse « D/Y » est le ratio d'endettement (en pourcentage, axe de gauche), tandis que la ligne plus mince « IS » correspond à l'index de soutenabilité (axe de droite) ; pour l'indice de soutenabilité, il faut observer que l'inclination de la courbe signale une tendance vers la soutenabilité, si elle est croissante, ou bien vers l'insoutenabilité si elle est décroissante.

9. Ignazio Musu, *Il debito pubblico*, Bologne, Il Mulino, 1998.

10. Sabino Cassese, *L'Italia: una società senza Stato?,* Bologne, Il Mulino, 2011 ; et du même auteur, *Governare gli italiani. Storia dello Stato*, Bologne, Il Mulino, 2014.

11. Raffaele Romanelli (dir.), *Storia dello Stato italiano dall'Unità a oggi*, Rome, Donzelli, 1995.

12. Michele Fratianni et Franco Spinelli, *A Monetary History of Italy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1997.

Ces considérations peuvent être mieux évaluées à la lumière de la seconde courbe tracée dans le graphique 1. Celle-ci n'est que l'évolution de l'indice de soutenabilité. L'indice est dérivé de la condition suivante :

$$Sp/Y - (i - g) \cdot D/Y \geq 0$$

Cette inégalité, que nous appellerons « [1] », est obtenue de l'identité comptable du solde primaire annuel *Sp*, défini par la différence entre les recettes et les dépenses du Trésor, sans compter les intérêts payés sur la dette, *iD*. La relation [1] est ainsi le résultat d'une série de passages algébriques clairement démontrés chez Pasinetti ou Sylos Labini[13]. Si le solde est négatif, l'État doit emprunter et augmenter ainsi ses dettes. Un surplus primaire par rapport au produit national *Sp/Y* doit, pour être soutenable, couvrir la quantité $(i - g) \cdot D/Y$, si celle-ci a un signe négatif. Un déficit primaire est soutenable si ce second terme est positif et peut le compenser. Suivant Sylos Labini, l'indice de soutenabilité de chaque année est obtenu en additionnant les valeurs de l'inégalité [1] des années précédentes. La série obtenue est l'indice du graphique 1, que l'on interprète de manière simple : l'inégalité [1] est respectée si la pente continue à croître, donc la dette est tendanciellement soutenable au cours des mêmes années. Une fois que la pente se renverse et devient descendante, alors la dette est tendanciellement insoutenable. La valeur absolue de l'indice n'a aucune signification. L'indice est un signal d'alerte, ou de péril évité. La relation trace une frontière[14] entre deux territoires : l'une de soutenabilité et de mise en sûreté des finances publiques et l'autre de vulnérabilité. En effet, il existe chaque année un seuil « théorique » établi, à travers la relation [1], et représenté, dans un espace cartésien de coordonnées D/Y et Sp/Y, par la droite ayant un coefficient directeur déterminé par la valeur de $(i - g)$ calculé sur l'année en question. Par rapport à cette droite, les valeurs effectives de D/Y et Sp/Y se situent au-dessus ou au-dessous si elles sont respectivement soutenables ou insoutenables. L'entrée dans une zone de vulnérabilité ne signifie pas une chute ni immédiate ni certaine, mais

13. Luigi Pasinetti, « European Union at the End of 1997: Who is within the Public Finance "Sustainability" Zone? », *BNL Quarterly Review*, vol. 51, n° 204, 1998, p. 17-36 ; L. Pasinetti, *The Social "Burden" of High Interest Rates*, *in* Philip Arestis, Gabriel Palma et Malcom Sawyer (dir.), *Capital Controversy, Post-Keynesian Economics and the History of Economic Thought. Essays in Honour of Geoff Harcourt*, Londres-New York, Routledge, vol. 1, 1997, p. 161-168 ; Paolo Sylos Labini, « Prospects for the world economy », *BNL Quarterly Review*, vol. 56, n° 226, 2003, p. 179-206.

14. Le terme de « frontière de soutenabilité » est introduit par Sylos Labini pour montrer une limite maximale de séparation entre une zone de soutenabilité de la dette et une zone d'insoutenabilité ou de vulnérabilité. Lorsque le rapport de la dette au PIB est bas et surtout lorqu'il est éloigné de cette frontière, les contraintes à l'action des politiques budgétaires et monétaires sont mineures ; par contre plus le rapport s'éloigne vers le haut alors les risques augmentent et le gouvernement prend progressivement un contrôle sur ses politiques de plus en plus à risque de soutenabilité. Au cours des années, la « frontière » bouge car elle est définie par les conditions économiques et financières qui changent.

une prise de risque croissante qui va limiter les chances de sortie, au fur et à mesure qu'augmentent les coûts à soutenir.

Les moments charnières de l'indice de soutenabilité (dans le graphique 1) sont rappelés par l'indication de l'année d'inversion d'inclinaison, et reportés sur le niveau correspondant du rapport d'endettement. Ces années repèrent des périodisations précises qui caractérisent une trajectoire soit de soutenabilité de la dette, soit d'insoutenabilité, soit de stabilité. Une observation préliminaire concerne deux périodes longues de soutenabilité, relatives d'une part aux 15 années qui précédèrent la Grande Guerre, et de l'autre les années 1916 à 1926, dans lesquelles le ratio d'endettement s'est toujours ancré au-dessus de 60 %, jusqu'à atteindre des niveaux encore beaucoup plus élevés. Cela confirme plusieurs analyses historiques relatives à des situations de forte dette publique sans problèmes d'instabilité pour l'économie[15].

Cette méthode permet, grâce également à une amélioration des estimations statistiques utilisées, de nuancer certains résultats de l'historiographie économique. La thèse d'un héritage des financements de guerre, qui aurait alourdi la dette en la rendant insoutenable, mérite des clarifications[16]. Après l'unification, la dette a ainsi augmenté, sans aucun sursaut attribuable à la prise en charge en 1862 des dettes des anciens États pré-unitaires. Le ratio augmenta progressivement avant la guerre de 1866 contre l'Autriche. Les guerres coloniales des années 1880, de même que la conquête de la Libye, n'ont pas eu d'effets importants ni sur le niveau, ni sur la soutenabilité de la dette. La même chose peut se dire pour la campagne militaire d'Éthiopie lancée en 1935. Les deux guerres mondiales ont fait bondir le ratio d'endettement aux niveaux les plus hauts, mais avant la fin des conflits – pour des raisons d'inflation qu'on examinera – les finances sont largement sorties de la zone de vulnérabilité financière ; après la Seconde Guerre mondiale, en particulier, le ratio est descendu très vite au niveau le plus bas.

Enfin, la périodisation ainsi déduite des tendances de l'indice de soutenabilité respecte assez bien les conclusions devenues conventionnelles en histoire

---

15. Michel Lescure, « Un État entre deux mondes. Finances publiques, dette et société en France (1870-1914) », *in* Gérard Castagnaret (dir.), *Crise espagnole et nouveau siècle en Méditerranée*, Aix-en-Provence, Publications de l'université de Provence, 2000, p. 15-24.

16. Roberto Artoni et Sara Biancini, « Il debito pubblico dall'Unità ad oggi », *in* Pierluigi Ciocca et Gianni Toniolo (dir.), *Storia economica d'Italia*, vol. 3, « Industrie, mercati, istituzioni », t. 2, « I vincoli e le opportunità », Rome-Bari, Laterza, 2003, p. 269-380 ; Vera Zamagni, « Debito pubblico e creazione di un nuovo apparato fiscale nell'Italia unificata (1861-76) », *in Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro*, II, « Le politiche di rientro: problemi macro e microeconomici dell'aggiustamento, Ente per gli studi monetari bancari e finanziari "Luigi Einaudi" », Bologne, Il Mulino, 1992, p. 9-93.

économique et politique. Un rappel synthétique d'événements peut être utile. La pente descendante de l'indice dans la première décennie d'après l'unification nationale et celle en dents de scie autour d'un niveau-plateau reflètent des sentiments de l'époque, et sont reprises par l'historiographie pour souligner les risques persistants d'une crise fiscale de l'État italien, qui aurait remis en cause l'unité elle-même[17]. La première inversion significative se situe après la crise du début des années 1890. La pente remonta de 1897 à 1913, grâce à la croissance stable de l'économie et à une convergence des taux d'intérêt italiens sur des niveaux bas en vigueur sur les principales places financières internationales[18]. Les années de l'entre-deux-guerres marquèrent une coupure en 1926-1927. Le retour à la convertibilité-or fut réalisé et préparé par des changements de politique monétaire et budgétaire. En même temps, le fascisme consolida son pouvoir en introduisant des changements institutionnels importants (virage totalitaire, lois syndicales restrictives, lancement d'une économie corporative, occupation de l'État par le parti unique). Si la longue période d'après-guerre qui se termine en 1977 peut poser quelques problèmes de périodisation, il faut dire que cette année finale marque toutefois l'apogée de tensions et de conflits sociaux qui aboutissent à une crise de consensus et de capacité de gouverner l'économie et la société. La montée de l'endettement du secteur public a repris vers la fin des années 1960. Le choc pétrolier a eu un impact immédiat sur l'économie, mais il fut lié aux déstabilisations monétaires (abandon du système de changes fixes). En 1976, l'Italie subit une grave crise de change qui mit en cause définitivement le vieil ordre. On peut ajouter qu'en 1978, l'enlèvement et l'assassinat d'Aldo Moro marquèrent une coupure profonde dans la société italienne. L'indice baissa à partir de 1978 et, dans les années 1980, les déficits budgétaires persistants exposèrent le pays à une vulnérabilité financière croissante[19]. Cela a fragilisé le système économique à tel point qu'en 1992, une attaque spéculative produisit l'une des plus graves crises de change, qui ébranla l'économie et obligea le gouvernement à lancer un plan extraordinaire de redressement fiscal. La situation est revenue à la normale depuis 1996, avec des mesures courageuses d'orthodoxie fiscale pour s'accrocher à la monnaie unique.

---

17. Federico Chabod, *Storia della politica estera italiana dal 1870 al 1896*, Bari, Laterza, 1951, p. 491.

18. Pierluigi Ciocca, *Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2005)*, Turin, Bollati Boringhieri, 2007.

19. Silvana Bartoletto, Bruno Chiarini et Elisabetta Marzano, « The Sustainability of Fiscal Policy in Italy (1861-2012) », *Economia politica*, vol. 31, n° 3, 2014, p. 25 parlent d'indiscipline fiscale qui monte, sans solutions de continuité, dès le début des années 1970.

Tableau 1

Les onze phases de dette soutenable ou insoutenable

Périodes (1)	*Soutenabilité de la dette*			*« Debt intolerance » (2)*		*Taux d'inflation*		*Crises bancaires (3)*	*Crises de changes (3)*
	Critère SL-P			*Seuils de risque – RR*					
	+	=	–	*D/Y > 60*	*D/Y > 90*	*> 20 < –5*	*> 40 < –10*		
1862-1871			×	1866→	1871			1866	1866
1872-1896		×		×	1876, 1879, 1881→	*1875*		1873, 1888, 1893-1894	1892
1897-1913	×			×	→ 1903			1907	
1914-1915			×	×					
1916-1926	×			×	1917-1925	1916-1919		1921	
1927-1942			×	×	1927-1931, 1942-1943	*1928-1933* 1941-1942		1928, 1931	
1943-1947	×			1944-1945			1943-1947		
1948-1977		×				1948		1974	1976
1978-1995			×	1984→	1992→	1973-1984 (+16,3 % an)		1982, 1994	1992
1996-2007	×			×	→ 2000				
2008-2010			×	→ 2010	2003→				

(1) Les périodes dans la première colonne sont tirées du critère de Sylos Labini et Pasinetti (SL-P), dont les trois colonnes successives indiquent si la dette est tendanciellement soutenable, stable ou insoutenable, en accord respectivement aux signes « + », « = » et « – » ;
→ 2010 : 2010, année finale ; 2003→ : débute en 2003.

(2) La *debt intolerance* est la notion introduite par Reinhart et Rogoff (RR) pour définir une situation d'endettement, surtout vers l'étranger, exposée à des risques d'insolvabilité.

(3) Les dernières colonnes à droite sont relatives aux crises bancaires et de change majeures, à l'exclusion des nombreuses sorties de la lire des parités fixes durant les années 1970, qui n'ont pas eu de conséquences importantes ni subi d'attaques spéculatives remarquables (en dehors de 1976).

Le tableau 1 synthétise les onze phases de conditions de soutenabilité ; ses trois premières colonnes montrent ainsi des tendances déjà repérées dans le graphique 1. Les autres colonnes sont des rappels aux deux mesures fixes de *debt intolerance* aux seuils de risque de 60 % et de 90 % considérés par Reinhart et Rogoff[20]. La période d'après 1996 est marquée entièrement par une *debt intolerance*, mais suivant la mesure plus fine et appropriée de soutenabilité considérée ici, la situation est très différente : la soutenabilité est globalement maintenue jusqu'à 2007, et les choses s'inversent seulement après la crise de 2008. Le tableau considère aussi les taux d'inflation que Reinhart et Rogoff[21] assimilent, si « inattendus », à une insolvabilité *de facto*. L'adjectif « inattendu » sous-entend une évaluation difficile (sinon impossible) à constater. L'inflation non anticipée est la conséquence d'un manque d'information préalable. Comment peut-on admettre que la haute inflation des après-guerres ou des années 1970 serait due à une information trop difficile à cerner ? Il serait plus approprié d'invoquer une « illusion monétaire », notion hors de l'horizon du *mainstream* économique, mais relégitimée récemment pour expliquer des dynamiques financières[22]. L'indice de l'inflation n'améliore pas l'identification d'un péril. De plus, ces substantifs (« tolérance » et « insolvabilité cachée ») n'ont pas une dimension technique qui soit traduisible en mesures précises.

Certes, des dettes élevées exigent une surveillance constante. En effet, un petit changement de conditions générales peut faire glisser soudainement un état d'alerte à un état de calamité. Un bon signal de risque n'est pas un simple *on/off*, mais en explique aussi les raisons. Les deux dernières colonnes du tableau confirment que les crises bancaires ou de change les plus graves se situent au début ou au milieu de phases de dette publique insoutenable. Les exceptions de 1907 et de 1921 se justifient par l'impact soudain de crises internationales sur une situation interne fragilisée par une boule spéculative et par les difficultés à récupérer les prêts bancaires vers les grandes industries durant la guerre.

II. LES ROUAGES DE LA DETTE

Comme on vient de l'observer, la relation [1] permet de cerner les variables principales qui poussent (ou font résistance) à l'entrée ou à la sortie d'une zone de soutenabilité ou de vulnérabilité. Si la frontière est franchie, cela ne

20. C. A. Reinhart et K. S. Rogoff, *This Time is Different…*, *op. cit.*, p. 21-22, 26.
21. C. A. Reinhart et K. S. Rogoff, *ibid.*, p. XXVI.
22. George Akerlof et Robert Shiller, *Les esprits animaux. Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie*, Paris, Flammarion, 2013.

garantit pas de mettre l'économie à l'abri d'un risque de crise fiscale ni, par contre, d'annoncer un *default* imminent. La non-soutenabilité n'est qu'une tendance vers des problèmes d'insolvabilité. La tendance de l'indice montre si la frontière a été franchie, et donc si l'on avance « vers » l'intérieur de la zone de soutenabilité, ou s'il y a un dérapage vers des risques de vulnérabilité.

Le graphique 2 montre l'évolution de deux facteurs qui ont une influence majeure sur la soutenabilité. L'un de ces facteurs est la différence entre le taux d'intérêt représentatif et le taux de croissance du PIB ($i - g$, tout en termes nominaux), donc – on le rappelle – ce n'est que l'inclinaison de la frontière de soutenabilité d'une année à l'autre. Plus l'inclinaison est positive ($i > g$) et plus il est improbable que les conditions de soutenabilité soient respectées. Des conditions de ce genre se réalisent presque sans interruptions de 1864 à 1904, de 1926 à 1937, et de 1981 à la fin du siècle. Dans la situation inverse, avec $i < g$ (ou avec une inclinaison proche à zéro), les conditions de soutenabilité sont plus favorables ; on peut ainsi constater que ces conditions existent dans toutes les phases de soutenabilité :

– 1905-1913 ;

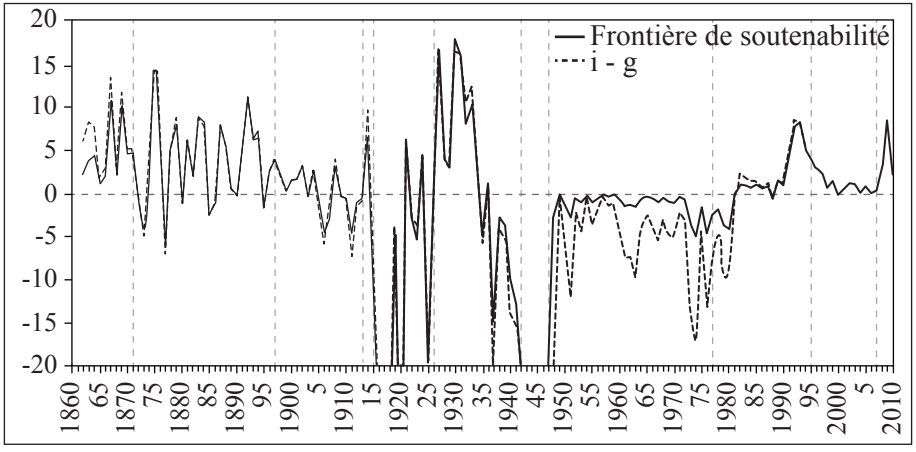
– les 30 ans qui suivent la Seconde Guerre mondiale ;

– durant les guerres ;

– dans la persistance des poussées inflationnistes conséquentes (1916-1926 et 1937-1947).

Graphique 2

Frontière de soutenabilité de la dette et « facteur » *i – g*

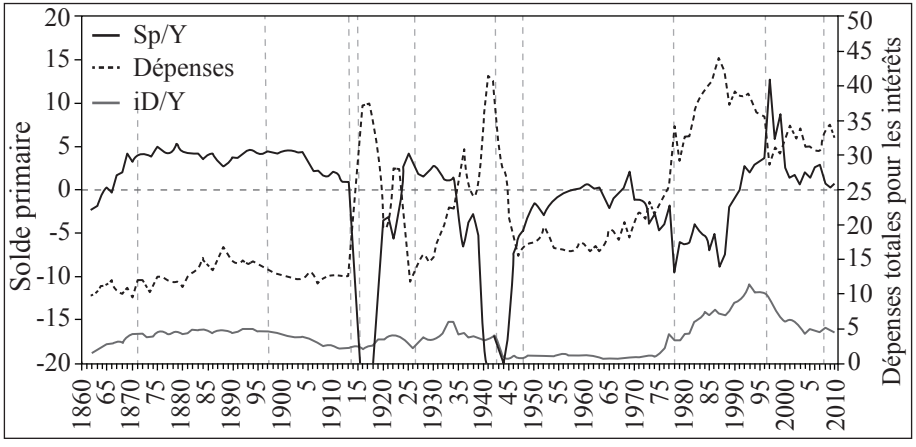


De 1996 à 2007, le taux de rendement des titres d'État a été supérieur aux taux de croissance (nominaux) de l'économie mais, dans ces années, ce sont les surplus primaires du budget qui ont rendu la dette soutenable.

L'autre indice trace les mouvements de la frontière de soutenabilité : $(i - g) \cdot D/Y$. Les deux courbes se superposent souvent (graphique 2). Le trajet de la frontière qui s'éloigne au-dessus du zéro indique les surplus primaires qu'il faudrait réaliser chaque année pour regagner une position plus sûre et proche de la frontière. Cela illustre donc les coûts de politiques d'austérité. Si l'on confronte cette évolution avec celle du solde primaire dans le graphique 3, on peut constater que les excédents primaires obtenus de la fin des années 1860 jusqu'en 1896, de 4 % en moyenne annuelle, n'étaient pas suffisants pour rentrer dans une zone de soutenabilité de la dette. En revanche, les distances en dessous de zéro correspondent à des marges de sûreté prises. En effet, si l'on considère la phase de soutenabilité de 1948 à 1977, la ligne de la frontière est très proche en dessous de zéro, montrant ainsi que, grâce à la croissance, aux taux d'intérêt bas et dès le début des années 1970 à la montée de l'inflation, la politique fiscale était assez prudente, même avec des déficits primaires modérés.

Graphique 3

Solde primaire, dépenses totales et dépenses d'intérêts (en % du PIB)



De fortes dettes se sont accumulées, souvent rapidement, à la suite de déficits budgétaires importants. Durant toute la période, il y a eu cinq grandes envolées de la dette :

– dans les premières années après l'unité italienne, le nouvel État a dû réorganiser la fiscalité du pays selon des principes uniformes, s'assurer des recettes

suffisantes (l'impôt de richesse mobile fut introduit en 1864[23]) en installant des offices territoriaux pour les vérifications et la collecte des impôts. Les retards dus aux difficultés à rendre rapidement opérationnel un régime fiscal national contribuèrent à ouvrir la fourchette entre dépenses et recettes, poussant ainsi l'endettement public ;

– la deuxième et la troisième hausse se situèrent au début des deux guerres mondiales, mais :

• en 1925-1926, la réduction n'arriva pas à s'aligner au niveau de 1913,

• en 1947, une chute rapide se produisit qui, grâce à une flambée d'hyperinflation, fit tomber le ratio de la dette à 22 % ;

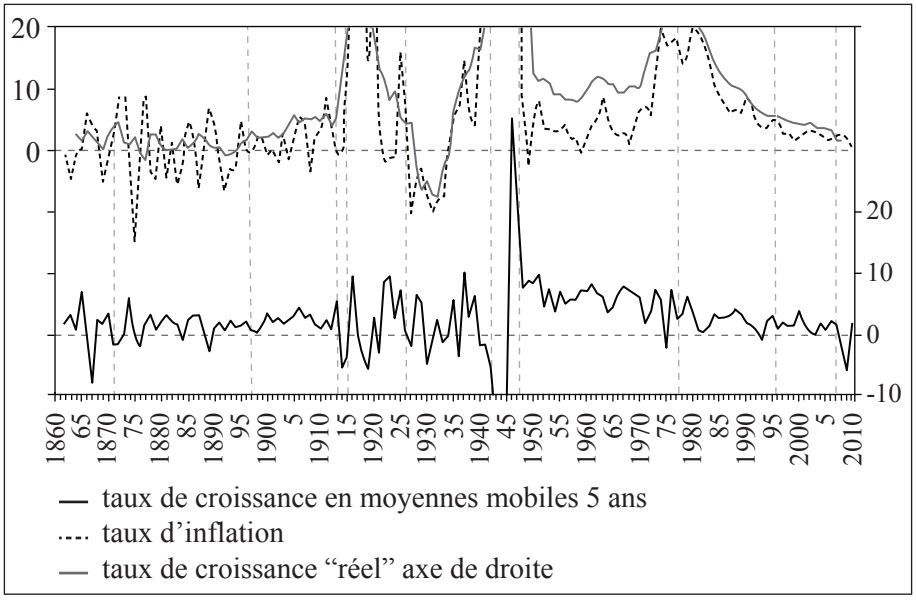
– dès la moitié des années 1970, le ratio de la dette augmenta progressivement jusqu'au sommet de 1994. L'assainissement budgétaire permettant d'atteindre la monnaie unique ne dura que peu d'années ;

– enfin, après un bref intervalle, le rapport d'endettement reprit, après la crise de 2008, un taux de croissance analogue à celui des années 1980.

On peut distinguer quatre parcours selon des combinaisons de tendances du solde budgétaire et de niveau de la dette (graphiques 1 et 3). Dans le premier, l'austérité budgétaire n'arrive pas à freiner la hausse de la dette et à maintenir la soutenabilité. Ce sont les caractéristiques de la première décennie de 1862 à 1871 et des années de 1890 à 1896. On assiste aux mêmes dynamiques de 1916 à 1922 et de 1987 à 1995. L'austérité ou la rigueur budgétaire a été relativement efficace en 1943-1947, mais l'inflation a joué ici un rôle majeur. En 1996-1999, l'austérité s'est traduite par un succès, car l'inflation annuelle a été très basse (2,3 %) et la croissance faible (graphique 4). En revanche, de 1897 à 1913 la situation était encore très différente des deux précédentes, car un excédent budgétaire s'est maintenu autour de 4,4 % jusqu'en 1905 ; il baissa ensuite graduellement, mais avec une diminution constante et significative de la dette qui, partant du sommet de 107 %, arriva à 62 % en 1913. On peut considérer, pour des raisons diverses, qu'un vrai laxisme budgétaire est intervenu lors de la période de l'entrée en guerre (1939-1942), et surtout celle de 1969 à 1975, avec une progressive mise en risque des finances publiques, bien que la dette restât toujours soutenable.

23. Gianni Marongiu, *Storia del fisco in Italia*, I : *La politica fiscale della Destra storica (1861-1876)*, Turin, Einaudi, 1995, p. 121-145.

Graphique 4
Taux de croissance nominal et réel et taux d'inflation

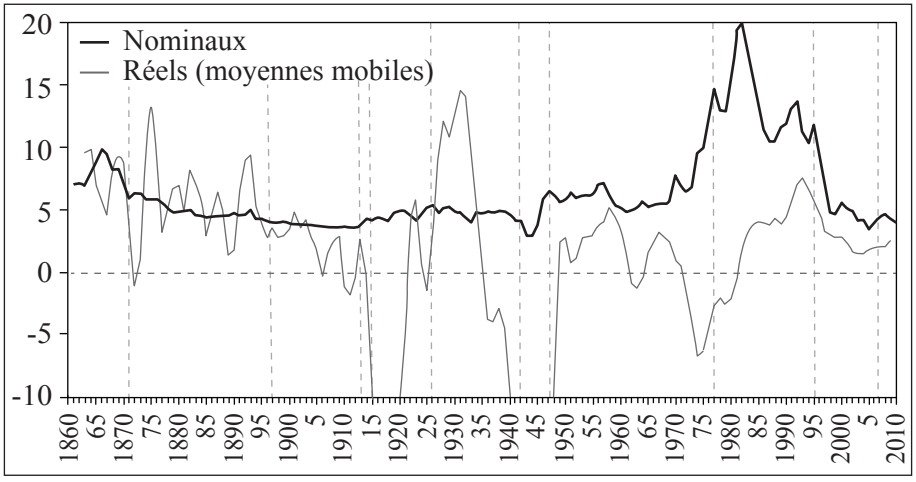


Les charges d'intérêt sont un engrenage assez significatif d'accélération de ces mouvements à la hausse ou à la baisse de la dette. Une fois qu'une certaine tendance est lancée, elle déclenche un effet boule de neige. Une augmentation ou une baisse des taux d'intérêt a des effets plus importants si le ratio d'endettement est élevé. En observant la dynamique des charges d'intérêt dans le graphique 3, on peut constater que la montée de ces dépenses avant 1870 contribue à la fragilité financière des comptes publics pendant les décennies suivantes. Dès 1871 à 1896, la moyenne des intérêts pesant sur le budget a été stable, autour de 13 % du PIB, ce qui a empêché de rendre la dette soutenable, même si des baisses temporaires du ratio d'endettement se sont produites.

Dans la période suivante, et avant 1913, une baisse progressive des taux réels d'intérêt et la convergence des taux domestiques sur les niveaux internationaux (graphiques 5 et 6) ont accompagné une croissance économique stable, contribuant ainsi à mettre à l'abri les finances du risque de crise de la dette souveraine.

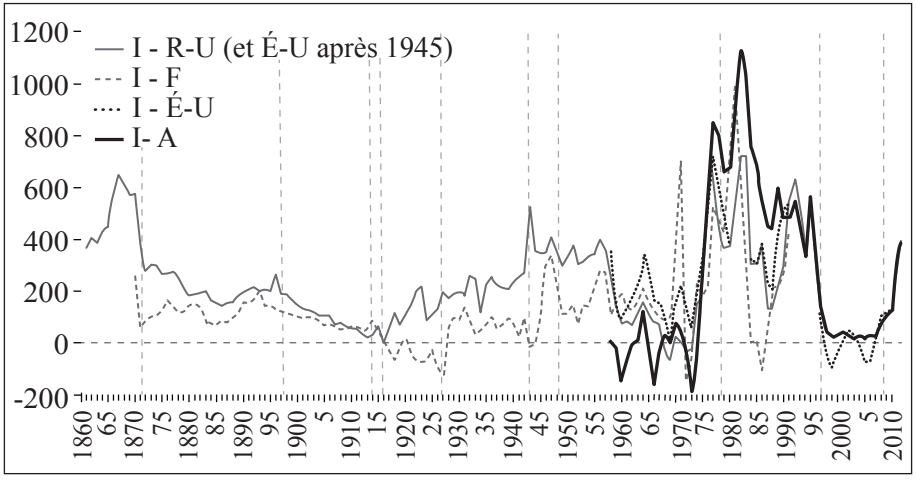
Graphique 5

Taux d'intérêt nominaux et réels
(calculés sur les rendements des titres d'État à long terme)



Graphique 6

***Spreads* de taux d'intérêt à long terme sur titres publics**
entre l'Italie et les principaux pays, dont le Royaume-Uni, la France,
les États-Unis et l'Allemagne (en points base)



La sortie d'un niveau d'endettement élevé a souvent suivi la même démarche. La mécanique de l'engrenage des dépenses d'intérêt soutient la hausse de la dette depuis 1978. Ces dépenses, qui pesaient environ 4 % du PIB en 1978, atteignirent plus de 10 % en 1995. Après la crise de change de 1992, il y eut un regain de confiance, une baisse du risque pays, qui contribua à expliquer la chute du taux d'intérêt, en termes réels également (graphique 5), faisant ainsi rentrer la situation vers davantage de soutenabilité. Cet état a toutefois été interrompu par la crise de 2008 et par la montée du différentiel d'intérêt vis-à-vis des grandes économies européennes, amplifié à la suite de la première crise des dettes souveraines (graphique 6).

III. DE DIFFICILES MOYENS D'ALLÉGER LA DETTE

La relation [1] montre les facteurs économiques clés qui rendent soutenable ou insoutenable l'endettement étatique. Certaines de ces variables sont plus ou moins indépendantes de choix politiques à effet direct. La croissance est certainement loin de dépendre de seules mesures d'autorité. Les politiques qui visèrent à l'atteindre ont fait partie de certains programmes gouvernementaux après la Seconde Guerre mondiale. Auparavant, il était paradoxal d'assimiler des idées de « progrès » au concept de croissance. Tout au plus, la comptabilité nationale était un exercice intellectuel et la « production » de chiffres était modeste et tardive. Toutefois, un certain « mercantilisme » et un industrialisme se dissimulaient sous des variantes de laisser-faire nationaux[24]. Après l'Unité, les ministères de la droite eux-mêmes étaient persuadés que la construction d'une nation puissante exigeait une maîtrise en matière de monnaie, de taux d'intérêt et de placements financiers. Comme il est difficile d'avoir un contrôle complet dans l'un de ces domaines, il valait mieux créer des institutions pour en avoir au moins un contrôle partiel. À une époque au cours de laquelle la monnaie nationale relevait d'un système métallique, où les capitaux étrangers jouaient un rôle important pour les cours de la rente italienne (et donc de ses rendements) et où les placements de nouvelles émissions n'avaient pas un marché profond, les gouvernements pouvaient se trouver obligés de corriger les plans de leurs dépenses ou de réviser l'éventail des taux d'imposition. Ils risquaient de perdre ainsi tout contrôle budgétaire.

La volatilité extrême d'avant 1914 (hormis celle des années des entre-deux-guerres) – que l'on peut observer dans les variables du graphique 2 – ne dépend

24. Paul Bairoch, *Mythes et paradoxes de l'histoire économique*, Paris, La Découverte, 2005.

pas entièrement des variations du produit. Si on la confronte à la relative stabilité d'après la Seconde Guerre mondiale, on peut estimer que ce progrès est dû à un affinement des instruments de politique monétaire, ainsi qu'à un contrôle sur les taux d'intérêt, sur les flux financiers et sur les placements de fonds auprès des investisseurs institutionnels.

Durant les longues périodes de dette tendanciellement insoutenable, l'économie n'était pas à l'abri des chocs du cycle économique et financier international. Cela est perceptible au travers des écarts de taux d'intérêt par rapport à ceux des principales économies, qui voient leurs effets plus étouffés seulement dans des périodes plus protectionnistes ou de changes plus flexibles, comme durant l'entre-deux-guerres ou au cours des années 1970.

Marcher sur le fil du rasoir n'est pas facile ; s'éloigner des risques demande ainsi un contexte international favorable, comme lors des 15 années précédant 1914, ou pendant les 30 années suivant la Seconde Guerre mondiale, ou encore même les premières années du XXIe siècle qui précédèrent la crise de 2008. En outre, il ne faut minimiser ni l'impact des politiques budgétaires prudentes suivies par les gouvernements libéraux depuis la grave crise du début des années 1890, ni les incidences des politiques des premiers gouvernements républicains.

Il est plus difficile, en revanche, d'évaluer l'effet que d'autres choix politiques auraient eu sur les sorties de l'insoutenabilité, dans la mesure où – comme on l'a vu – l'efficacité de la simple austérité se réduit à un simple impact stabilisateur. Durant la période fasciste, le gouvernement est arrivé à restructurer la dette à travers des conversions obligataires :

– en 1926, 20,4 milliards de lires de titres à échéance mineure de 7 ans furent ainsi converties en obligations perpétuelles « Littorio » à 5 % ;

– en 1934, le « Littorio » fut converti en remboursable, le « Redimibile » 3,50 %, de manière formellement libre, mais en fait forcée ;

– en 1935, cette mesure fut suivie par une nouvelle opération pour relancer cette fois à la hausse les taux en vue des conquêtes coloniales[25].

Les négociations diplomatiques en 1925 aboutirent à l'annulation d'une partie importante des dettes de guerre (voir son effet sur le graphique 1). Ce fut le cas également après la Seconde Guerre mondiale, de surcroît avec les aides du plan Marshall. En 1906, la conversion fut par contre volontaire et obtint un

25. Antonio Confalonieri, « La politica del debito pubblico in Italia e in alcuni paesi europei, 1919-1943 », *in* Antonio Confalonieri et Ettore Gatti (dir.), *La politica del debito pubblico in Italia 1919-1943*, Milan-Bari, Cariplo-Laterza, vol. I, 1986, p. 39-41, 46-48 ; Alberto Alesina, « The end of large public debts », *in* Francesco Giavazzi et Luigi Spaventa (dir.), *High Public Debt: The Italian Experience*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988, p. 34-79.

gros succès, avec une diminution du taux d'intérêt[26]. L'envolée de l'inflation après les deux guerres mondiales ne fut pas un choix délibéré, mais plutôt toléré ou accepté par réalisme ou résignation. Le cas des années 1970 est différent, dans la mesure où la menace de perte de consensus social était la préoccupation principale par rapport à tout contrôle de la montée des prix[27].

Les politiques plus souples devaient passer par une maîtrise de la politique monétaire visant à contrôler l'évolution des taux d'intérêt et à influencer les placements de titres émis par l'État. Reinhart et Rogoff qualifient cela de « répression financière », car ils jugent que tout ce qui est laissé à la discrétion politique altère les conditions des marchés libres. Une altération s'opère aussi avec des politiques d'austérité qui, pour rester neutres vis-à-vis des contractualisations entre créanciers et débiteurs, attribuent implicitement aux débiteurs la responsabilité de s'être trop endettés et aux créanciers tombés dans un guet-apens une honnête naïveté. Or, même dans ces cas, la responsabilité est double et difficile à trancher *a posteriori*. De plus, face aux difficultés, les États peuvent adopter des solutions inaccessibles aux simples privés, car la soutenabilité financière de leurs dettes ne dépend pas de la garantie de leurs patrimoines ni, au sens strict du terme, des flux de leurs recettes pour couvrir le service de la dette. En particulier, le cours forcé de la lire déclaré en 1866, et qui a duré une quinzaine d'années, a eu pour effet de relâcher les contraintes budgétaires imposées par un étalon bimétallique. En même temps, les gouvernements ont fait des efforts pour soutenir la confiance interne et réduire leur obligation de placer à l'étranger les titres de l'État. La relance de la Cassa Depositi e Prestiti, avec son réseau d'offices postaux sous le contrôle du Trésor, n'est que l'une des importantes réformes permettant d'acheminer des flux d'épargne de plus en plus importants vers le marché des titres publics[28]. La crédibilité joue un rôle dans les réformes des instituts d'émission (1893) et, en particulier, dans la progressive centralisation de tout pouvoir dans la Banca d'Italia (1926-1936). À partir des années 1930, et spécialement depuis les années 1950, la banque centrale est devenue le pivot fondamental pour régler aussi l'accès aux émissions obligataires et éviter ainsi une montée excessive des taux d'intérêt, et cela jusqu'à son point de rupture vers la moitié des années 1970. Si l'on considère la simple composition des

26. Marcello De Cecco, « The Italian national debt conversion of 1906 », *in* Rudiger Dornbusch et Mario Draghi (dir.), *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge, Cambridge University Press, 1990, p. 263-284.

27. Pour une discussion sur la dette et le consensus social, Giuseppe Conti, « Italian Government Debt Sustainability in the Long Run. 1861-2000 », *in* Fausto Piola Caselli (dir.), *Government Debts and Financial Markets in Europe*, Londres, Pickering & Chatto, 2008, p. 209-223 et 288-289.

28. M. De Cecco et Gianni Toniolo (dir.), *Storia della Cassa Depositi e Prestiti dalle origini alla fine del novecento*, Rome-Bari, Laterza, 2000.

emprunts du Trésor, les titres représentent un montant de 88 % environ avant 1913, contre 9 % d'anticipations des instituts d'émission. De 1950 à 1975, ces anticipations ont atteint 25 % de la dette totale, et les titres émis 41 %. La part des titres est remontée au-dessus de 80 % à la fin des années 1970 seulement. La Cassa Depositi e Prestiti et d'autres établissements de crédit ont alors joué un rôle de tampon afin d'absorber des titres ou offrir du crédit à plusieurs occasions : durant et après les deux guerres mondiales, mais aussi au début des années 1970.

Conclusion

Le cas italien est celui d'un pays souvent prisonnier de la trappe de la dette. Les mesures de désendettement ont été très difficiles à la suite de politiques d'assainissement budgétaire, de réduction des dépenses et d'augmentation des recettes. Les excédents primaires du budget de l'État pendant quelques décennies avant 1914 n'eurent pour effet important que de stopper la tendance à l'insoutenabilité, mais pas de la renverser. La seule phase de succès d'une politique d'austérité se réalisa après la crise de 1992 et avant l'entrée dans la monnaie unique. Il s'agissait toutefois d'un succès partiel, car elle eut des effets positifs uniquement sur la crédibilité (baisse des taux d'intérêt), sans en avoir sur la croissance.

Le levier de la dette a été un puissant facteur dans la formation de l'État, qui a généralement poursuivi des politiques visant à susciter la confiance et à asseoir sa crédibilité, même au prix d'une dette élevée et très souvent tendanciellement insoutenable. En effet, l'État a des moyens que les acteurs privés n'ont pas et que ceux-ci lui attribuent en termes de contrôle des taux d'intérêt, de stabilité et, parfois, de croissance. Les risques d'approcher la frontière de soutenabilité ou d'aller au-delà, dans une zone de vulnérabilité, semblent exiger des politiques extrêmes le cas échéant, comme une inflation élevée pour réduire le fardeau de la dette, une diminution en termes réels des taux d'intérêt par le retard d'adéquation des attentes. Ces risques semblent augmenter dans des périodes à souveraineté réduite. Dans les premières décennies de l'Unification, la dette insoutenable était une épée de Damoclès surplombant l'action des gouvernements ; les taux d'intérêt restaient élevés et écartés de ceux des marchés internationaux. Une situation similaire se retrouve plus récemment dans les années qui suivirent la crise de 2008, avec l'inefficacité des politiques d'austérité pour sortir de hauts niveaux d'endettement, un différentiel de taux d'intérêt qui tend à s'écarter et une souveraineté monétaire perdue. Dans ces conditions, l'État ne dispose plus d'un pouvoir effectif d'intervention pour endiguer les chocs extérieurs avec des marges d'autonomie.

LES SÉLECTIONS DE SPÉCIALISTES EN VALEURS DU TRÉSOR (SVT) EN FRANCE, DE 1986 AU PASSAGE À L'EURO

Didier MAÎTRE

Introduction : un modèle déjà connu à l'étranger

En France, la première sélection des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) est intervenue fin 1986. Par ce choix, la France a alors adopté le modèle américain des « spécialistes en valeurs d'État », encore dénommés *primary dealers*. Comme l'écrit Günther Bröke :

> « En Europe, c'est le "livre bleu" sur les structures du marché des fonds d'État publié en avril 1985 par la Banque d'Angleterre[1] qui a, pour la première fois, lancé l'idée de suivre l'exemple américain. Plus ou moins en parallèle aux efforts de réforme des marchés des titres de la dette publique du Royaume-Uni, les autorités françaises se sont orientées dans la même direction. En conséquence, l'introduction des spécialistes en valeurs d'État dans les deux pays en 1986 a marqué le début d'une ère nouvelle dans le développement du marché des titres d'État. Dans les années qui ont suivi, les exemples britanniques et français ont été suivis par d'autres pays européens, comme la Belgique, l'Espagne, la Finlande, l'Italie et la Suède[2] ».

Cette sélection fut menée de pair avec l'adoption du premier cahier des charges qui allait définir les règles générales de l'activité des SVT. Ces derniers avaient pour vocation de conseiller en permanence le Trésor sur sa politique d'émission, de le tenir informé de l'évolution des marchés, d'assurer l'animation du marché des valeurs du Trésor et de contribuer à leur placement auprès des investisseurs[3].

---

1. www.bankofengland.co.uk.
2. Günther Bröker, « Les titres publics et la gestion de la dette dans les années 1990 », *Rapport de l'OCDE*, 1993.
3. Ministère de l'Économie, des Finances et du Budget, *Les Notes bleues de Bercy*, n° 315, janvier 1987.

Dans tous les pays dans lesquels les spécialistes en valeurs d'État existent, ils sont chargés à peu près des mêmes attributions :

– concourir à la prise ferme des titres d'État lors des adjudications ou par tout autre moyen ;

– assurer en toutes circonstances les transactions à l'achat et à la vente des titres sur lesquels ils sont tenus d'opérer ;

– fournir au gestionnaire de la dette publique des informations sur la situation du marché[4].

L'introduction des spécialistes en valeurs du Trésor au milieu des années 1980 est la conséquence de l'évolution de la dette publique, et tout particulièrement de la dette négociable. La gestion de cette dernière dans un mode plus fonctionnel s'inscrit dans les améliorations souhaitables sur lesquelles réfléchit le Trésor depuis 1985.

En 1986, la direction du Trésor décida en effet de constituer un groupe de spécialistes en valeurs du Trésor. Ces derniers allaient devoir adhérer à un ensemble de règles, définies dans un cahier des charges, que le Trésor rédigea au printemps 1986.

Ce n'est peut-être pas par hasard si la France s'est engagée durant cette période dans une sélection de partenaires pour intervenir sur les marchés financiers. À ce moment, on « déréglemente » et on « désintermédie »[5] de New York à Paris, en passant par Londres et Tokyo. Au cours des années 1980, on assiste à l'extension au système financier français du triple mouvement international de déréglementation, décloisonnement et désintermédiation[6] ; cette globalisation financière a ainsi été autorisée et aidée par ce que l'on appelle la « règle des 3 D » :

– la déréglementation signifie que les États ont supprimé leur contrôle des changes, ont levé les mesures d'encadrement du crédit, ont libéralisé les tarifs bancaires et les taux d'intérêt des banques commerciales. Ces mesures ont accentué la concurrence dans tout le secteur du crédit ;

– avec la désintermédiation, on passe d'une économie de finance indirecte, dans laquelle les entreprises se financent auprès des banques par des prêts bancaires classiques, à la finance directe où les entreprises se financent par

4. G. Bröker, « Les titres publics et la gestion… », art. cit.

5. Laure Quennouëlle-Corre, *La place financière de Paris au XX^e siècle. Des ambitions contrariées*, Paris, IGPDE/Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2015, chap. VIII, consultable en ligne, https://books.openedition.org/igpde/3820.

6. Jean-Jacques Santini, « Les nouvelles caractéristiques du système financier français », *Les Cahiers français*, n° 238, octobre-décembre 1988, p. 47.

augmentation de leurs fonds propres. Pour cela, elles vont procéder à l'émission de titres de créances négociables, en allant directement chercher les capitaux sur les marchés financiers. Les banques ont elles-mêmes augmenté leurs interventions sur les marchés en émettant des titres financiers, ce que l'on appelle le mécanisme de la « titrisation », à savoir la transformation des crédits bancaires en titres financiers négociables ;

– le décloisonnement exprime la suppression des barrières entre les divers marchés de capitaux, mais aussi entre les différents compartiments des marchés de capitaux. Le décloisonnement des marchés permet la création de grands marchés de capitaux avec une interdépendance des prix des actifs financiers. Sur ces marchés décloisonnés, l'innovation financière va permettre des possibilités d'arbitrage entre eux. L'arrivée des SVT au service de l'État pour l'émission de ses titres de dette et l'animation de ce marché fait suite à toute une série de mesures destinées à favoriser le dynamisme du marché financier français.

Une histoire de la sélection des spécialistes en valeurs du Trésor avec les études comparatives de leurs cahiers des charges est ici décrite. Elle apporte des précisions sur l'adaptation des procédures d'émission et de la gestion de la dette publique par la France à la fin du XX^e^ siècle.

I. LES SÉLECTIONS ASSOCIÉES AU PREMIER CAHIER DES CHARGES (JUILLET 1986)

La version définitive du premier cahier des charges est datée du 16 juillet 1986. Le Trésor cherche alors ses « correspondants privilégiés »[7], et selon lui, « la création de la fonction de SVT est une innovation importante qui s'inscrit dans la vague de réformes appelée à bouleverser, d'ici la fin de l'année, le fonctionnement du marché monétaire et la régulation du crédit ».

Dans la première partie de ce cahier, consacrée à la définition des spécialistes en valeurs du Trésor, on peut lire :

> « Il est de l'intérêt commun de l'État et de la place d'assurer la meilleure transparence et la plus grande liquidité possible du marché secondaire des valeurs du Trésor. Ces conditions seront d'autant mieux remplies qu'existeront des opérateurs spécialisés sur les valeurs du Trésor, qui assureront en permanence des cotations sur le marché secondaire et permettront à la direction du Trésor de disposer de la meilleure information possible sur ces marchés. »

7. Patrick de Jacquelot, *Les Échos*, 2 septembre 1986.

Le ministère de l'Économie définit les SVT comme chargés de placer les émissions de l'État et d'en animer le marché secondaire.

En seconde partie du cahier, les candidats SVT s'engagent vis-à-vis du Trésor sur quatre points principaux :

– entretenir une équipe de professionnels des valeurs du Trésor ;

– afficher en permanence des cours acheteurs et vendeurs sur les principales valeurs du Trésor ;

– déployer des efforts importants de placement des valeurs du Trésor ;

– participer de manière régulière et significative aux adjudications de valeurs du Trésor.

En échange de ces engagements, le Trésor se doit de remplir une fonction d'animation et de coopération étroite avec les spécialistes. Ils seront réunis régulièrement par le Trésor pour faire le point sur le marché. En outre, le Trésor leur accorde le bénéfice d'offres non compétitives[8] lors des adjudications de bons du Trésor et d'emprunts d'État. Le cahier des charges précise également que pour remplir leurs missions, les spécialistes devront enfin présenter des garanties sérieuses. La transition vers la troisième partie définit la mise en œuvre. Le Trésor souhaite un groupe qui reflète la diversité des établissements actifs sur les titres d'État ; sont donc susceptibles d'être retenus : les banques, la Caisse des dépôts et consignations, les sociétés de gestion et les agents de change.

Depuis 1987, le Trésor s'appuie, pour sa politique d'émission, sur un réseau de SVT. Pour obtenir le statut de SVT, les établissements qui en font la candidature sont auditionnés par un comité de sélection désigné par le directeur du Trésor. Ce comité comprenait en 1986 un représentant du Trésor, un représentant de la Banque de France, et trois personnalités indépendantes choisies en raison notamment de leur expérience dans le domaine bancaire et financier. D'emblée, la sélection ne paraissait pas un exercice facile ; pour cela, le choix ne devait pas incomber à la seule direction du Trésor, mais devait être confié à un jury, composé de différents intervenants sur le marché. Afin de mener au mieux son travail de sélection, le jury va s'appuyer sur les lignes directrices du cahier des charges. Il travaille sur dossiers, mais peut, le cas échéant, procéder à des auditions. Après examen des candidats, le comité rend un avis que le directeur du Trésor transmet au ministre de l'Économie et

8. Les ONC permettent aux SVT de soumissionner postérieurement à la date limite d'envoi des offres pour l'adjudication et ainsi de bénéficier, dans certaines limites bien définies, d'un éventuel renchérissement du prix de l'obligation par rapport au moment de l'adjudication.

des Finances. Enfin, un communiqué de presse du ministre rend publique la liste des établissements retenus comme spécialistes en valeurs du Trésor. En pratique, les SVT s'engagent à respecter les termes d'un cahier des charges spécifique. Le premier cahier des charges rédigé en 1986, lors de la création du groupe des SVT, a été par la suite révisé régulièrement pour tenir compte des développements du marché des valeurs du Trésor. Ces réactualisations ont conduit à redéfinir certaines missions, à renforcer la solidité financière des établissements, ainsi que la responsabilité, la qualité et la déontologie de ces intervenants.

À côté du statut de SVT apparut en 1988 celui de « correspondant en valeurs du Trésor » (CVT) :

> « Avant d'être sélectionnés comme SVT par les pouvoirs publics, les établissements qui en font la candidature sont nommés à titre d'essai "correspondants en valeurs du Trésor". Les CVT doivent montrer qu'ils sont en mesure d'assurer convenablement les fonctions des SVT. Au terme de cette période probatoire, le ministère de l'Économie peut alors leur accorder le statut de SVT[9] ».

La procédure de sélection des CVT est plus souple pour le Trésor ; aucune date n'est fixée pour le dépôt des candidatures et le Trésor sélectionne lui-même les établissements sans l'avis d'un comité de sélection.

A. La première sélection des SVT : décembre 1986

Un Comité des sages fut désigné par le directeur du Trésor afin de proposer au ministre la liste des candidats susceptibles d'être retenus. Le 30 décembre 1986, un communiqué du ministère de l'Économie, des Finances et de la Privatisation[10] rendit publique la liste des SVT[11].

Le nombre de spécialistes retenus est fixé à treize, comme le précise le communiqué du ministère :

> « Dans de nombreux cas, des établissements étaient trop récemment apparus sur les marchés des valeurs du Trésor pour y tenir pleinement le rôle attendu d'un spécialiste, mais qu'ils seraient vraisemblablement en

9. Ministère de l'Économie, *Les valeurs du Trésor*, rapport annuel 1994, p. 29.
10. Ministère de l'Économie, des Finances et de la Privatisation, communiqué de presse n° 8501, 30 décembre 1986.
11. Ministère de l'Économie, des Finances et de la Privatisation, *Les Notes bleues de Bercy*, n° 315, janvier 1987.

mesure d'y développer à brève échéance une activité significative. Cette constatation, ainsi que le caractère récent de nombreuses réformes intervenues sur les marchés financiers français, a conduit à limiter dans un premier temps à treize le nombre de spécialistes, afin d'être en mesure de procéder à de nouvelles désignations dès la fin de l'année 1987. »

Les 13 établissements retenus sont les suivants :

– Banque d'escompte ;
– Banque Indosuez ;
– Banque nationale de Paris ;
– Banque Paribas ;
– Caisse des dépôts et consignations ;
– Caisse de gestion mobilière ;
– Caisse nationale de Crédit agricole ;
– Crédit commercial de France ;
– Crédit lyonnais ;
– Finance Contrepartie ;
– Finance Plus ;
– Morgan ;
– Société générale.

Parmi les établissements sélectionnés, on remarque la présence de deux groupements, « Finance Contrepartie (Duménil-Leblé et la charge d'agent de change Le Guay-Massonaud) et Finance Plus (les charges Tuffier-Ravier, Ferri-Germe, Auboyneau-Labouret-Ollivier, la Compagnie financière, la Lloyds Merchant Bank, la Financière du gaz, filiale de GDF, le Crédit moderne [groupe Ecco] et l'Omnium financier de Paris [groupe Total]). Grands absents, pour l'instant tout au moins : le CIC et la Banque populaire[12] ».

Rapidement, on observe que la composition du groupe n'est pas figée et que celui-ci va évoluer. Le premier départ de la communauté s'opère le 31 mai 1988 : la société Finance Contrepartie, détenue à parité par la société de bourse Massonaud-Fontenay et l'établissement financier Duménil-Leblé, annonce avoir décidé, en accord avec la direction du Trésor, de cesser ses activités de SVT.

12. François Renard, « Retour neuf mois en arrière », *Le Monde*, 5 janvier 1987.

B. La première sélection des correspondants en valeurs du Trésor (CVT) : mars 1988

Pour cette sélection, les établissements qui souhaitent devenir SVT vont devoir faire l'objet d'une période probatoire d'un an, durant laquelle ils sont des « correspondants en valeurs du Trésor ». Les CVT doivent respecter les engagements des SVT à l'égard du Trésor, mais ne bénéficient pas de leurs facilités, comme la participation aux offres non compétitives, après les adjudications. Les établissements retenus comme CVT sont sélectionnés en priorité comme SVT. Cette nouvelle procédure de sélection a été ouverte par le Trésor en janvier 1988.

Le 25 mars 1988, la Caisse centrale des banques populaires (CCBP) et Bankers Trust furent retenus par le Trésor comme CVT « à l'essai » jusqu'à la fin de l'année 1988[13]. Ces deux établissements allaient rejoindre le club des SVT.

Bankers Trust est la seconde banque étrangère, après Morgan Guaranty Trust, à être intégrée au groupe des *primary dealers*, et la venue d'un nouvel établissement étranger est saluée par les autres membres du groupe[14]. Le Trésor aurait-il l'idée de se mettre à l'heure américaine ? Avec cette nomination, c'est la stratégie de développement de Bankers Trust à Paris qui est reconnue, à un moment où les marchés sont de plus en plus internationalisés. « Le Trésor, en la nommant SVT, vient, quant à lui, de miser sur sa compétence, son professionnalisme et son poids international[15] ».

Enfin, il est à noter que le Trésor a sélectionné lui-même ses « *reporting dealers* », selon le modèle américain[16], sans l'avis d'un nouveau Comité des sages. Les correspondants en valeurs du Trésor sont à l'image des *reporting dealers* américains à la même époque. Ces derniers sont des aspirants au statut de *primary dealer* ; en tant que postulants à ce statut, les *reporting dealers* doivent donc envoyer des états quotidiens et hebdomadaires sur leurs positions sur les marchés et les transactions d'achats et de ventes. La période de surveillance dure normalement quelques mois ; si le candidat n'a pas atteint les conditions dans le délai d'un an, le *reporting* est arrêté et l'établissement candidat n'est pas retenu par le président de la banque de la réserve fédérale de New York.

---

13. Henri-Paul Vanel, « Deux nouveaux SVT à l'essai », *Les Échos*, 25 mars 1988.
14. *Institutional Investor*, 24 août 1988. La banque est saluée comme « une Américaine à Paris », selon l'expression de Pierre-Antoine Delhommais, *Option finance*, n° 14, 2 mai 1988.
15. P.-A. Delhommais, *ibid.*
16. Olivier Godron, *Le Trésor et le financement de l'État*, La Documentation française, notes et études documentaires n° 4882, 1989, p. 118.

À l'instar de leurs homologues américains, les correspondants en valeurs du Trésor envoient chaque semaine au Trésor français les montants qu'ils ont négociés sur le marché secondaire, selon la même formule de grille de déclaration que les SVT. En somme, ils doivent respecter les mêmes engagements que les SVT à l'égard du Trésor français.

II. LE CAHIER DES CHARGES DU 10 FÉVRIER 1989 ET LES SÉLECTIONS APPARENTÉES

A. Dispositions du nouveau cahier

Dans sa structure, le cahier des charges de 1989 se compose d'une introduction qui pose la finalité de l'activité des SVT, suivie de 4 thèmes principaux, développés sur 4 pages :

– les établissements spécialistes en valeurs du Trésor : définition et fonds propres nécessaires à l'activité ;

– la présence sur le marché des valeurs du Trésor : cotation, participation sur les marchés primaire et secondaire des titres d'État, liquidité du marché ;

– l'organisation : séparation entre ceux qui cotent et ceux qui font des opérations pour compte propre ;

– les relations étroites avec la direction du Trésor : les partenaires privilégiés du Trésor.

Un « label de qualité »

Celui-ci est clairement établi : « Un nouveau cahier des charges fixe des exigences supplémentaires des SVT en matière de performances et de label notamment sur les marchés internationaux[17] ».

La notion de label de qualité est définie dans la troisième partie du cahier, consacrée à l'organisation du SVT. Le statut de SVT ne peut être accordé qu'à des établissements qui séparent les différents portefeuilles placés sous leur autorité. Les professionnels affectés à la tenue de marché doivent ainsi être distincts de ceux affectés à la vente des valeurs du Trésor dont l'équipe met

17. Dépêche AFP, GLGL SEF0271 4 F 0286 FRA/AFP-PW56 Banque-Bourse FLT1 du 3 mars 1989.

en œuvre une stratégie commerciale. La bonne tenue des opérations repose sur des services administratifs et comptables performants et correctement reliés aux systèmes de règlement-livraison ; ce qui signifie que le post-marché doit être du plus haut niveau. Le nouveau cahier renforce le rôle des SVT dans le placement des valeurs sur les différents marchés : « Par leurs équipes de vente, les spécialistes placent les valeurs du Trésor auprès des investisseurs finaux tant en France qu'à l'étranger ». Dès lors, chaque spécialiste doit réaliser avec les investisseurs finaux une part prépondérante des transactions qui ne sont pas des transactions entre spécialistes ou correspondants en valeurs du Trésor.

Le nouveau cahier définit des critères objectifs de sélection

L'introduction de quotas est une nouveauté :

> « C'est là qu'intervient une innovation, négociée en accord avec les intéressés et qui s'inspire du modèle américain. Désireux de s'assurer que, à chaque adjudication, un minimum soit levé par les SVT, le Trésor impose à chacun de ses douze spécialistes un coefficient de 2,50 %. La contrainte d'une part minimum aux adjudications se retrouve pour les transactions sur le marché secondaire. Un autre critère de sélection est le niveau minimum de fonds propres requis. En résulte que le montant minimal requis en matière de fonds propres est porté à 150 millions de francs. Dans les faits, tous les signataires du texte actualisé ont déjà atteint ce niveau[18] ».

En contrepartie de ces engagements, la direction du Trésor a accepté que les SVT puissent présenter des offres non compétitives. Pour ce qui concerne la composition de la liste des SVT, leur nombre n'est pas modifié avec la diffusion du nouveau cahier des charges, le Trésor ayant prévu de reporter la révision à la fin de l'année 1989. Cela signifie que le statut des deux CVT va rester inchangé jusqu'à cette date.

> « Les deux candidats qui attendaient une décision pour la fin de 1988 vont donc devoir patienter. Certains analystes considèrent que treize *market makers* sur ce marché constituent déjà un nombre trop important. Mais une autre raison avancée pour ce retard est le désir de la part du ministre des Finances de mettre au point un nouveau cahier des charges pour les SVT

18. « Exigences de service minimum pour les spécialistes en valeurs du Trésor », *L'AGEFI*, 3 mars 1989, p. 8.

afin d'en accueillir d'autres. L'un des objectifs de ce nouveau cahier des charges est de s'assurer que les *market makers* accrédités soient pleinement actifs dans l'ensemble des secteurs du marché obligataire[19] ».

Réactualisé, plus précis que le premier cahier, ce texte est aussi plus contraignant pour les SVT. Une trop faible participation de certains sur les marchés a imposé des quotas minima par catégories de produit. La cotation sur écran et sur plusieurs pages prévues dans le premier cahier est revisitée, et il est bien spécifié que « Les spécialistes font un prix à la demande sur les valeurs du Trésor négociables ». Chaque SVT doit donc assurer en permanence des prix fermes sur écran (achat, vente, montant) sur une liste non limitative d'obligations d'État.

B. La sélection complémentaire des CVT de mai 1989

Les établissements qui désirent devenir SVT peuvent dans un premier temps être retenus comme « correspondants en valeurs du Trésor ». À cette occasion, ils vont nouer des relations bilatérales avec le Trésor, qui va suivre leur activité. Si ces relations donnent satisfaction et si l'activité des CVT se révèle de qualité identique à celle des SVT déjà retenus, ces établissements pourront être admis dans le groupe des SVT à la prochaine sélection. Les performances passées du candidat ne sont pas mises au premier plan des analyses, mais il s'agit d'apprécier pour l'avenir sa motivation et son aptitude pour atteindre progressivement le niveau de performance et de qualité que le Trésor émetteur attend.

À la fin du mois de mai 1989, le ministère des Finances désigne trois nouveaux « correspondants en valeurs du Trésor » (CVT) : Nomura France, la Compagnie parisienne de réescompte (CPR) et Bacot-Allain.

Le choix des nouveaux intervenants est surtout remarquable par la présence de deux groupes internationaux : Warburg et Nomura. Bacot-Allain est en effet une société de bourse du groupe britannique Warburg, qui est un acteur important sur la gestion des dettes publiques – comme aux États-Unis, où l'établissement britannique est *primary dealer*. Quant à Nomura, la maison de titres nippone, elle vient en tête des mastodontes japonais de la finance, et son arrivée sur le marché des valeurs du Trésor a fait craindre à certains responsables de banques françaises une politique agressive de parts de marché[20].

---

19. « Le Trésor reporte sa décision sur les SVT », *Les Échos,* 20 février 1989, p. 19.
20. George Graham, « France increases bond dealers », *Financial Times*, 30 mai 1989.

Le groupe des CVT comprend après cette sélection cinq membres, qui constituent un deuxième rang de partenaires du Trésor français pour l'animation et la promotion de la dette publique. Le cercle des spécialistes en valeurs du Trésor s'élargit et s'ouvre sur l'international. Le marché français suscite de l'intérêt à l'étranger et les banques françaises vont pouvoir profiter de la renommée de ce marché, de sa progression et de son dynamisme tant en France qu'à l'étranger, où quatre établissements étrangers font désormais valoir les qualités des obligations françaises. Après la sélection de 1989, certains SVT expriment des angoisses. Les « petits » SVT s'inquiètent et vont devoir se réorganiser pour faire face à la concurrence. Par ailleurs, 17 SVT et CVT ne sont-ils pas trop nombreux ? À partir de juin 1989 et jusqu'à la prochaine sélection, 5 CVT vont se battre pour devenir SVT et 12 SVT vont lutter pour garder leur statut.

C. La seconde sélection des SVT : juin 1990

D'emblée, deux réflexions sur l'organisation du groupe se dégagent du débat :

– la question du nombre de SVT : le groupe des SVT et CVT est principalement constitué pour placer les valeurs du Trésor et assurer leur liquidité. Dans ce cas, le nombre de membres du groupe peut être élargi tant que les établissements trouvent de l'intérêt à exercer leur activité, et que celle-ci dégage des profits. La limite du nombre est atteinte lorsque l'intérêt de chaque établissement est décroissant quant à sa part de marché possible ;

– l'évolution de la rentabilité de l'activité des SVT : les conditions de marché influencent leur rentabilité, qui est déterminée par la force de la compétition à laquelle se livrent les SVT. La rentabilité de cette activité est difficile à appréhender, en raison de nombreuses incertitudes sur ses conditions d'exercice. Il ressort que les résultats ont été positifs jusqu'en 1988, puis déficitaires en 1989, avant d'atteindre un équilibre opérationnel en 1990. Les SVT rappellent que les volumes échangés ont crû plus vite que la profitabilité, qui elle-même est calculée en fonction de la part de marché de chaque établissement. Il s'ensuit que ce faible niveau de rentabilité ne les conduit pas à investir dans cette activité, dont la charge est souvent trop lourde. La concurrence est en effet forte sur le marché, les marges sont étroites et l'activité n'y est pas constante.

La sélection de juin 1990 a désigné trois nouveaux « spécialistes » : sous la signature de Pierre Bérégovoy, ministre d'État, ministre de l'Économie, des Finances et du Budget, la nouvelle liste fut portée à la connaissance du public[21].

21. Ministère de l'Économie, des Finances et du Budget, communiqué de presse SC n° 1163, 18 juin 1991.

Le ministre rappela à cette occasion que le groupe de SVT a « contribué à la modernisation du marché des valeurs du Trésor et à son internationalisation ». Les nouveaux établissements retenus étaient la Caisse centrale des banques populaires, Nomura France et S.G. Warburg Bacot-Allain SA. Le ministre de l'Économie venait de renouveler le « club » des spécialistes en valeurs du Trésor et en a nommé trois nouveaux. Il est à remarquer que le communiqué de presse ne mentionnait pas les cas de Bankers Trust et de la Compagnie parisienne de réescompte qui, par conséquent, restaient correspondants en valeurs du Trésor et n'étaient pas portés sur la liste. Ces nominations prirent effet à compter du 1er juillet 1990.

La décision du ministre a donc confirmé que les douze SVT de la première sélection étaient reconduits dans leur rôle, malgré la fragilité de certains. Dans cette liste, on constate la présence d'une seule société de bourse : la société de bourse Bacot-Allain. Correspondant en valeurs du Trésor depuis 1989, cette société a évolué vers une nouvelle entité juridique : la société S.G. Warburg Bacot-Allain, agréée par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) en qualité de maison de titres (article 99 de la loi du 24 janvier 1984).

L'entrée de Nomura dans le groupe participe de la volonté du Trésor de faire entrer un nouvel établissement étranger dans le « club », afin de promouvoir le placement des titres d'État auprès des investisseurs non-résidents.

> « Pour la Caisse centrale des banques populaires, cette nouvelle carte de visite est importante : l'établissement a particulièrement besoin de développer sa clientèle non résidente puisqu'il ne possède à l'étranger aucune agence, mais seulement des bureaux de représentation[22] ».

III. LE « TOILETTAGE » DU CAHIER DES CHARGES DE DÉCEMBRE 1990 ET LA PRISE EN COMPTE DES PRODUITS EN ÉCUS

Au second semestre 1990, les SVT admirent qu'il convenait de modifier le cahier des charges pour tenir compte de l'augmentation des membres de leur groupe, consécutive à la dernière sélection, et du développement du nouveau marché des valeurs du Trésor en écus. Si le Trésor français a fait le choix du franc comme devise d'émission et a refusé d'émettre dans des devises

22. Nicolas Barré et Henri-Paul Vanel, *Les Échos*, 14 juin 1990.

étrangères, il a fait le choix en 1989 d'émettre des titres en écus, plaçant ainsi la France comme l'un des premiers pays à avoir lancé des émissions dans cette monnaie commune.

L'histoire de l'écu est associée à la création du système monétaire européen (SME) en 1979[23]. Pour éviter les fluctuations erratiques des taux de change au début des années 1970, une unité monétaire composite, baptisée « unité de compte européenne » (UCE) avait été créée en 1974. L'usage de l'UCE est devenu systématique dans le budget de la Communauté en 1978 et fut rebaptisé « ECU » dans toutes les langues. D'abord utilisé seulement par les banques centrales dans le cadre exclusif du fonctionnement du SME, l'usage de l'écu s'est développé dès 1984 avec la première émission obligataire en écus, puis par les émissions obligataires de l'État français. En 1989, certaines banques centrales commencèrent à s'en servir comme monnaie de réserve, mais aussi comme monnaie d'intervention sur le marché des changes. L'écu préfigura ainsi la future monnaie unique qui sera émise plus tard par la Banque centrale européenne en remplacement des diverses monnaies nationales : l'euro.

Pour les SVT comme pour le Trésor, il convient de modifier à la marge le cahier des charges pour obtenir une meilleure organisation du marché de l'écu. Depuis leur abondement régulier, les émissions de l'État en écus constituent une nouvelle catégorie de valeurs du Trésor ; or, celles-ci n'entrent pas dans le champ d'application du cahier des charges. Il convient donc d'intégrer dans celui-ci une clause « écu ».

Concernant le marché primaire, la formulation relative à la « présence sur le marché des valeurs du Trésor » est modifiée, et on peut lire « 2 % au lieu de 2,5 % » pour les participations par produit. De même, il faut lire « 3 % au lieu de 3,5 % » pour la moyenne arithmétique. On remarque d'emblée que les obligations assimilables du Trésor (OAT) en écus ne sont pas mentionnées expressément dans le texte final. Les résultats des SVT sur ces titres seront intégrés dans un résultat global OAT écus plus francs. Il n'y a pas de pondération entre les différentes OAT, selon leur devise d'émission. Les OAT représentent, depuis le milieu des années 1980, le principal instrument de refinancement de la dette publique. L'essentiel des emprunts émis par l'État en 1990 est constitué par les OAT dont la durée à l'émission varie de 5 à 25 ans, avec un coupon annuel fixe ou variable. Leur originalité réside dans la technique de l'assimilation, clause fondamentale généralisée par l'État dans ses émissions à partir de 1985. Cette clause d'assimilation a donné lieu

23. Jean-François Pons, « Historique de la création et du développement de l'écu », *Ecu-Activities*, numéro hors-série, 4, 1991, actes de la conférence organisée à Paris le 6 novembre 1991 par MATIF SA.

à la définition d'un nom générique de l'ensemble des nouvelles émissions à long terme de l'État : les OAT[24].

> « La création des OAT représente une considérable simplification par rapport aux emprunts classiques. La technique de l'assimilation consiste à rattacher une nouvelle émission à une tranche d'emprunt émise antérieurement. Elle permet d'éviter la multiplication du nombre d'emprunts d'État aux caractéristiques différentes. Il devient donc possible de régulariser les appels au marché. Les lignes de cotation sont moins nombreuses, mais chacune atteint une capitalisation significative, favorisant ainsi le développement d'un marché secondaire, moderne et animé. Le prix d'émission des nouvelles tranches est ajusté en fonction de l'évolution du marché par le jeu des adjudications, mais les autres caractéristiques restent identiques à celle de l'émission initiale[25] ».

Le taux d'intérêt nominal (coupon) ainsi que l'échéance sont prédéterminés.

Quant aux transactions sur le marché secondaire, « La part minimale de participation à ces transactions est de 3 % pour les BTF[26] et les BTAN[27], sur la base de statistiques établies par la Banque de France, grâce au système Saturne, et de 3 % également pour les obligations, sur la base des statistiques de volumes recensées par la direction du Trésor, et qui distingueront les transactions du marché primaire et celles du marché secondaire ».

Ces modifications sont, somme toute, légères et ont deux objectifs :

– elles permettent tout d'abord d'inclure les OAT en écus dans le panel des valeurs du Trésor couvert par le cahier des charges ;

– elles permettent ensuite de baisser légèrement les parts des participations minimales aux adjudications et aux marchés primaire et secondaire, de façon à intégrer la venue de nouveaux établissements (15 et non plus 12).

En fait, le cahier des charges était largement à réécrire, ce que le Trésor projeta de faire courant 1991. Les modifications ont cependant été apportées *a minima*, puisque seulement trois chiffres furent changés.

Le cahier des charges, dans sa nouvelle rédaction, est daté du 26 décembre 1990. Il prit valeur au 1er janvier 1991.

---

24. *Guide des valeurs du Trésor*, 2e éd., 1989, Édition FICOM, p. 22.
25. Ministère de l'Économie et des Finances, *Les valeurs du Trésor en 1988*, p. 7.
26. Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté.
27. Bons du Trésor à intérêts annuels.

A. Les sélections de CVT de l'année 1991

La sélection de CVT de juin 1991

Le 6 mai 1991, le comité de sélection proposa que Louis Dreyfus soit admis aux fonctions de CVT à compter du 1er août 1991.

Cette décision donna lieu à un communiqué du ministère diffusé sur les pages Reuters et Telerate de la direction du Trésor en juin 1991. Le communiqué ne fit pas allusion au second CVT nommé en 1989 : Bankers Trust. Ce dernier, à l'issue d'entretiens conduits avec le Trésor, a en effet décidé de se retirer de son activité de CVT. Son retrait est effectif depuis avril 1991.

La nomination de Louis Dreyfus Finance SA constitue une originalité au sein du groupe : l'établissement, qui relève de l'article 99 de la loi bancaire, appartient à un groupe de négoce. Cette forme juridique constitue une exclusivité dans le monde des *primary dealers*.

En marge de la sélection de juin 1991, la presse financière rapporta l'information selon laquelle « l'Union de banques suisses [UBS] s'offre un poste de SVT »[28]. On put ainsi découvrir que l'établissement suisse UBS allait reprendre les activités et l'ensemble du personnel de la banque Finance Plus :

> « Le capital de 150 millions de francs de Finance Plus était jusqu'alors réparti entre Tuffier et associés (groupe Lagarde) à hauteur de 39,6 % et d'autres actionnaires rassemblant notamment la banque Lloyds (35 %), la CPR (5 %), Ferri (7 %) et OFP du groupe Total (10 %). La cession partielle d'actifs qui vient d'intervenir permet à la banque Finance Plus de s'adosser à un nouvel actionnaire de référence de qualité dont les ambitions sur le marché financier français sont clairement affichées[29] ».

La sélection de CVT de décembre 1991

Dans les tout premiers jours de janvier 1992, la direction du Trésor fit savoir que les établissements suivants étaient admis en qualité de correspondants en valeurs du Trésor (CVT) :

– la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne ;

– Deutsche Bank France SNC ;

– Morgan Stanley SA.

---

28. H.-P. Vanel, « L'Union de banques suisses s'offre un poste de SVT », *Les Échos*, 9 juillet 1991, p. 23.

29. H.-P. Vanel, « L'Union de banques suisses… », art. cit.

Cette décision prit effet immédiatement pour la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne et Deutsche Bank France SNC, et à une date qui serait fixée ultérieurement pour Morgan Stanley, qui avait engagé des démarches d'agrément auprès du Comité des établissements de crédit afin de constituer une structure juridique *ad hoc*.

La presse[30] retint essentiellement que deux nouveaux établissements étrangers avaient été nommés. Ces nouveaux arrivants témoignaient en effet que la fonction de CVT n'était plus aussi difficile à obtenir que par le passé. À côté du groupe des 15 SVT figuraient désormais 5 CVT. « Au total, on compte donc sept établissements étrangers, un chiffre qui reflète la volonté de l'État de diversifier et de promouvoir les valeurs du Trésor hors de l'Hexagone ». L'admission officielle de Morgan Stanley intervint en mars 1992, sous forme d'un communiqué du Trésor sur sa page Reuters.

B. La sélection SVT de 1992

L'appréciation des candidatures était limitée au sein du groupe composé par les spécialistes et correspondants en valeurs du Trésor, en application des termes du cahier des charges.

Alors qu'approchèrent les premières auditions du comité, on constata que 19 établissements se présentaient pour le statut de SVT. Après les auditions des candidats, Michel Sapin, ministre de l'Économie et des Finances, annonça la révision de la liste des spécialistes en valeurs du Trésor par un communiqué de presse de la Direction de la communication[31] en date du 26 octobre 1992.

Le groupe comptait désormais 19 établissements.

Les résultats de la sélection de 1992 confirmèrent la reconduction dans leur fonction des 14 anciens SVT et des 4 CVT, auxquels il fallait ajouter la fusion de la Caisse de gestion mobilière Intermédiation (SVT) avec la Compagnie parisienne de réescompte (CVT). La future entité prendra le nom de Compagnie parisienne de réescompte Intermédiation (CPRI). On observe une stabilité dans la sélection des partenaires du Trésor, sans départ du groupe. On peut toutefois remarquer que par cette révision, le Trésor a complété sa liste de SVT par la nomination de deux établissements étrangers : la Deutsche Bank et Morgan Stanley.

---

30. H.-P. Vanel, « Trois nouveaux CVT », *Les Échos*, 9 janvier 1992, p. 14.
31. Ministère de l'Économie et des Finances, communiqué de presse DICOM n° 2571, 26 octobre 1992.

IV. LA RÉVISION DU CAHIER DES CHARGES DE 1994 ET LES SÉLECTIONS RATTACHÉES

A. Les nouveautés du cahier des charges corrigé

Les principales modifications et innovations introduites dans le nouveau cahier des charges se déclinent en trois points.

Les modifications liées à la structure du SVT

À compter du 1er janvier 1995, le montant minimum des fonds propres de chaque établissement candidat au statut de SVT ou bien ayant déjà le statut est doublé, et passe à 300 millions de francs. À l'intention des établissements d'origine non résidente, un paragraphe est introduit afin d'insister sur la réalité de l'implantation parisienne de l'activité des SVT, y compris un *back-office* autonome. Cette nouvelle disposition apparaît au tout début de la quatrième partie du texte, relative à l'organisation du SVT, sous la rédaction suivante :

> « Tout spécialiste en valeurs du Trésor dispose d'un établissement stable sur la place de Paris. Celui-ci assure, pour l'ensemble du groupe auquel il appartient, la négociation des valeurs du Trésor depuis la place de Paris. Il dispose d'équipes de ventes implantées localement. Il est doté de moyens spécifiques tant en termes techniques, que logistiques et financiers :
>
> – moyens informatiques de réception et de diffusion d'informations ;
>
> – services administratifs (*middle-office* et *back-office*) indépendants et capables de communiquer avec les organismes de place ;
>
> – capacité de disposer de sources suffisantes de financement monétaire et titres. »

Les changements liés aux valeurs du Trésor en écus

Les transactions sur titres en écus avaient été évoquées dans le précédent cahier de charges, mais sans les nommer ; elles s'additionnaient avec les autres transactions sur le franc. Dans le nouveau cahier des charges, l'obligation de présence sur le marché de l'écu fut alors formellement introduite. La part minimale de participation sur les transactions fut fixée à 2 % pour les transactions sur valeurs du Trésor en écus, sur le marché secondaire et aux adjudications. Cette obligation prit effet à compter du 1er janvier 1995, laissant ainsi le temps aux SVT absents du marché de l'écu à Paris de rattraper leur retard.

Les nouveautés liées à la cotation

L'obligation de coter sur écran et aux autres SVT a été affirmée. Dans le paragraphe relatif à la « présence sur le marché des valeurs du Trésor », il fut tout de suite précisé que « les spécialistes font un prix à la demande sur les valeurs du Trésor négociables, à leur clientèle et aux autres spécialistes ». L'ancienne rédaction du cahier des charges se contentait de préciser que « les spécialistes font un prix à la demande sur les valeurs du Trésor négociables ». Toutefois, la définition des conditions pratiques d'application du cahier des charges à la cotation et à la liquidité inter-SVT fut renvoyée à un code de bonne conduite, établi par le club SVT.

B. La sélection de CVT d'octobre 1994 : des choix difficiles pour le Trésor

La Caisse centrale des banques populaires (CCBP) annonça sa décision de renoncer au statut le 28 janvier 1993[32]. L'établissement considère que son activité n'est plus rentable en raison du nombre trop important de SVT. Déjà à la fin 1992, certains SVT manifestaient leur crainte face à l'augmentation de leur nombre et l'année 1994 ne fut pas aussi excellente que 1993. Pourtant, lors de l'automne 1994, le Trésor dut revoir la liste de ses membres. Dès le mois de septembre, la presse financière[33] évoqua la prochaine sélection des nouveaux SVT, en précisant que celle-ci « reste un dossier difficile pour le Trésor ». La difficulté de cette sélection, après le départ de la CCBP, venait :

– d'une part, du nombre d'établissements à retenir pour être CVT. Ce nombre conditionna la sélection SVT de 1995 en affectant le nombre global du groupe, et sa composition pour les non-résidents ;

– d'autre part, du fait que les taux obligataires avaient vu leur niveau augmenter en 1994, ce qui avait entraîné une renationalisation générale des portefeuilles obligataires ; cela s'est traduit par un repli des investisseurs sur leur propre marché, générant ainsi un flux entrant sur le marché français de près de 200 milliards de francs. Malgré une année 1994 difficile pour les marchés obligataires, la direction du Trésor releva que les turbulences des marchés n'avaient pas affecté sa politique d'émission, en particulier grâce au rôle des SVT.

32. Philippe Mabille, *Les Échos*, 29 janvier 1993, p. 15.
33. Richard Hiault et Isabelle Ehrhart, *L'AGEFI*, 20 septembre 1994.

« Les valeurs du Trésor se sont aisément recyclées auprès des compagnies d'assurances, des caisses de retraite, des OPCVM et, dans une moindre mesure, du secteur financier : les spécialistes en valeurs du Trésor ont pleinement assuré leur rôle premier, qui est de garantir la liquidité du marché[34] ».

Pour la procédure de sélection, le Trésor a pu distinguer les CVT, qu'il nomma immédiatement et qui pourraient prétendre au statut de SVT lors de la sélection de janvier 1995, de ceux nommés au 1er janvier seulement sous conditions suspensives. Dans ce cas, ces CVT « différés » ne pourraient pas être nommés SVT immédiatement, mais feraient l'objet d'une mini-sélection à la fin 1995. L'idée de « mini-sélection » était nouvelle, et témoignait du surplus de flexibilité introduit dans le processus de renouvellement des SVT. Elle a permis, dans l'esprit du Trésor, d'inclure quelques SVT existants et pouvant être placés sous surveillance d'ici la prochaine sélection en fonction des résultats médiocres de leur activité. Elle s'est accompagnée d'une nouvelle sélection de CVT, redonnant ainsi une chance aux candidats malheureux.

« Depuis octobre 1992, date à laquelle les quatre CVT précédemment nommés par la direction du Trésor étaient devenus SVT, aucun correspondant en valeurs du Trésor n'avait été désigné. En octobre 1994, la direction du Trésor a renoué avec cette procédure en nommant trois établissements au titre de CVT[35] ».

Les résultats de la sélection furent rendus publics le 27 octobre 1994[36]. Trois établissements furent nommés CVT :

– la Banque internationale de placement (BIP), du groupe Dresdner Bank ;

– la Banque Lehman Brothers ;

– Goldman Sachs Paris Inc. et Cie.

« Cette décision, prend effet immédiatement pour la Banque internationale de placement (BIP) et pour Goldman Sachs qui pourront de ce fait participer à la prochaine resélection de l'ensemble des spécialistes en valeurs du Trésor en janvier. Elle ne prend effet qu'au 1er janvier 1995 pour la Banque Lehman Brothers, qui pourra participer à la sélection suivante, qui aura lieu avant la fin de l'année 1995. »

La nomination des trois nouveaux correspondants en valeurs du Trésor renforça la présence des établissements américains. Il faut aussi noter que depuis la sélection de 1992, Bercy avait affiché dans son *primary dealership* uniquement

34. Ministère de l'Économie, *Les valeurs du Trésor*, rapport annuel 1994, p. 3.
35. *Bulletin de la Banque de France*, 1er trimestre 1995, supplément « Études », p. 62.
36. Ministère de l'Économie, communiqué de presse DICOM n° 3645, 27 octobre 1994.

des SVT et pas de CVT. En relançant le statut d'aspirants SVT, de nombreuses candidatures ont été déposées. Le résultat de la sélection de l'automne 1994 était diversifié, mais limité dans ses archétypes : un établissement d'origine allemande, filiale de la Dresdner Bank et deux banques à capitaux américains.

> « Deux candidats ont été déboutés, le japonais Daïwa et l'américain Merrill Lynch, après une sélection rigoureuse et donc incontestable selon Bercy ».

C. Les sélections de l'année 1995 : des départs, des rumeurs et des nominations pour tous les labels, tout au long de l'année

Le retrait de la banque S.G. Warburg

Avant la sélection prévue pour janvier 1995, on assista à un premier départ du groupe. La banque britannique Warburg jeta en effet l'éponge[37] et abandonna l'essentiel de ses activités sur les marchés obligataires internationaux.

La sélection SVT du 2 février 1995

Le 2 février 1995[38], Edmond Alphandéry, ministre de l'Économie, indiqua que dix-neuf établissements avaient été retenus comme spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)[39]. Le Trésor rendit publique sa nouvelle liste révisée des SVT le jeudi 2 février, en prenant soin de procéder à sa diffusion après l'adjudication d'OAT du même jour[40]. La liste ne suscita pas de surprises.

> « Il n'y a aucun sortant autre que Warburg, pour qui ce départ est volontaire. Le nombre de SVT passe de 17 à 19, tous les intervenants de la liste précédente ayant été renommés, tandis que les deux CVT nommés à l'automne (BIP-Dresdner Bank et Goldman Sachs) entrent en première division. »

Le départ de Nomura

Dans un communiqué du 24 avril 1995, Nomura France justifia son retrait par les pertes annoncées par sa maison mère Nomura Securities et estima

37. *Option finance*, n° 338, 16 janvier 1995, p. 10.
38. Ministère de l'Économie, communiqué de presse DICOM n° 3782, 2 février 1995.
39. Ministère de l'Économie, *Les valeurs du Trésor,* rapport annuel 1995, p. 39.
40. P. Mabille, *Les Échos*, 3 février 1995, p. 30.

« qu'elle ne serait plus à même de maintenir un niveau d'engagement suffisant pour continuer à exercer avec succès une activité de teneur de marchés sur valeurs du Trésor ». *La Tribune* revint sur cette cession et s'interrogea[41] : « Nomura aurait-il été mis à la porte ? Qu'il ait fait partie des établissements mis sous surveillance par le comité de sélection est en tout cas plus que probable. »

La sélection de CVT d'octobre 1995

Plusieurs établissements ont préparé leur candidature à la prochaine sélection de correspondants en valeurs du Trésor. Ainsi, une structure dénommée ABN Amro Finance SA a été créée, avec « notamment pour objet le *market maki*ng sur valeurs du Trésor, la syndication et la vente des emprunts du secteur public et eurofranc »[42]. Dans ce but, la banque a récupéré une partie des équipes de chez Warburg, et a dû faire ses preuves avant l'automne. Par ailleurs, les rumeurs firent référence à HSBC Midland et BZW, qui seraient également candidats au statut de CVT.

Le 30 octobre 1995, la direction du Trésor fit savoir, par un communiqué Reuters, que les établissements suivants étaient admis en qualité de correspondants en valeurs du Trésor (CVT) :

– ABN Amro Finance ;

– Compagnie financière BZW ;

– Merrill Lynch Finance SA.

Cette décision prit effet immédiatement pour Merrill Lynch Finance, qui put de ce fait participer à la prochaine sélection des SVT en janvier. Elle ne prit effet qu'au 1er janvier 1996 pour ABN Amro Finance et pour la Compagnie financière BZW, qui pourraient dès lors participer à la sélection suivante qui aurait lieu avant la fin de l'année 1996.

D. La sélection SVT de février 1996

Par communiqué de presse de la Direction de la communication[43] officialisant le choix de Bercy par rapport aux nominations de CVT, Jean Arthuis, ministre

41. *La Tribune*, 25 avril 1995.
42. *La Tribune*, 19 mai 1995.
43. Ministère de l'Économie et des Finances, communiqué DICOM n° 4234, 29 février 1996.

de l'Économie et des Finances fit connaître les nouveaux membres autorisés à entrer dans le club des SVT. Ainsi, les établissements suivants furent admis en qualité de spécialistes en valeurs du Trésor :

– Banque Lehman Brothers SA ;

– Merrill Lynch Finance SA.

Le résultat de cette sélection fit ainsi entrer deux nouvelles banques d'affaires américaines dans le club des SVT[44]. Avec Lehman Brothers et Merrill Lynch, « le club est composé désormais de vingt établissements, dont huit étrangers »[45]. Le nombre de membres à part entière était identique à celui du début de 1995. Le choix de ces nouveaux venus ne constituait pas une surprise, car ils avaient déjà été nommés correspondants du Trésor. Ce qui fait écrire à l'AGEFI : « Il aura fallu quatre semaines au ministre de l'Économie et des Finances pour rendre un verdict sans grande surprise, puisque les deux candidats au statut de SVT ont été retenus »[46]. Ces deux membres supplémentaires portèrent à cinq le nombre d'Américains chargés de placer et d'animer la dette de l'État français, soit un quart des effectifs des SVT. On retient de cette sélection que le Trésor préféra une fois de plus « élargir le club à de nouveaux membres, notamment étrangers, sans rayer de la liste les établissements moins dynamiques[47] ».

V. UN NOUVEAU LABEL POUR LE *PRIMARY DEALERSHIP* : LA CRÉATION DU STATUT DE SPÉCIALISTE DE LA PENSION SUR VALEURS DU TRÉSOR (SPVT)

Lorsque l'État français fit le choix en 1986 de nommer des partenaires pour sa politique d'émission et d'animation du marché de sa dette, deux statuts avaient été créés : le statut de spécialiste en valeurs du Trésor (SVT) et celui de correspondant en valeurs du Trésor (CVT). En 1994, un nouveau label fut créé, celui de « spécialiste en pension sur valeurs du Trésor » (SPVT).

---

44. *La Tribune Desfossés*, 1er mars 1996.
45. *Le Figaro*, 1er mars 1996, p. 40.
46. L*'AGEFI*, 1er mars 1996, p. 1 et 7.
47. *La Tribune Desfossés*, 1er mars 1996, *op. cit.*

A. Le cahier des charges des spécialistes en pension livrée sur valeurs du Trésor de mars 1994 et la sélection affiliée

Un cahier des charges pour encourager la pension de droit français

Le vote de la loi sur la pension livrée en décembre 1993 permit d'encourager le marché parisien de la pension livrée sur valeurs du Trésor, en particulier à l'égard des investisseurs non résidents, cette technique étant susceptible de dynamiser le marché monétaire. En effet, les opérations contre valeurs du Trésor peuvent être réalisées sur des volumes beaucoup plus importants par les établissements de crédit que sur les prêts interbancaires « en blanc » classiques, car elles ne comportent qu'un faible risque de crédit et immobilisent peu de fonds propres.

Dans la rédaction du projet de cahier des charges, il était prévu que les futurs SPVT s'engageaient à respecter les termes d'un cahier des charges spécifique rédigé selon des lignes similaires au cahier des charges des SVT. Leur rôle serait de faire de la tenue de marché sur la pension à taux fixe, c'est-à-dire de coter en permanence des taux fixes emprunteurs et prêteurs contre valeurs du Trésor.

Pour ce faire, il semblait souhaitable de créer un label SPVT différent du label SVT, car c'était pour le Trésor le moyen de récompenser les SVT qui avaient d'ores et déjà développé de façon « industrielle » la tenue de marché sur pension.

La sélection des spécialistes en pension sur valeurs du Trésor de juin 1994

Le cahier des charges des spécialistes en pension sur valeurs du Trésor fut définitivement figé dans sa rédaction le 25 mars 1994. Cet appel à candidatures fut un succès. À l'exception d'un seul, tous les SVT se sont portés candidats aux fonctions de SPVT. Pour le Trésor, cet afflux de candidatures rendit la détermination des membres du groupe des SPVT plus difficile. Il témoignait aussi de l'intérêt de la plupart des SVT pour la pension livrée et son développement, ainsi que de l'intérêt commercial susceptible d'être attaché au futur label SPVT.

Tous les SVT avaient une activité de pension livrée, et le Trésor put donc envisager un agrément pour l'ensemble des candidats. Dans son choix, le Trésor ne voulut pas écarter d'établissements du nouveau statut. Mais, il lui fallut néanmoins discriminer. Il fallut donc distinguer entre 10 et 12 établissements au

statut de SPVT et 5 à 7 établissements au statut de « correspondant sur pension en valeurs du Trésor » (CPVT).

En tout état de cause, il parut difficile de sélectionner moins de 10 SPVT, compte tenu du nombre de candidats et du souhait du Trésor d'intégrer au cahier des charges SVT les activités de tenue de marché sur pension. Par communiqué de presse du 10 juin 1994, la direction du Trésor annonça la nomination, après examen des dossiers de candidature remis par les SVT, d'un premier groupe de spécialistes en pension sur valeurs du Trésor (SPVT) composé des 12 établissements suivants :

– Banque d'escompte ;
– Banque Indosuez ;
– Banque Paribas ;
– Caisse des dépôts et consignations ;
– Caisse nationale de Crédit agricole ;
– Compagnie parisienne de réescompte Intermédiation ;
– Crédit commercial de France ;
– Crédit lyonnais ;
– J.P. Morgan & C^{ie} SA ;
– Louis Dreyfus Finance ;
– Morgan Stanley SA ;
– Société générale.

Il fut prévu que l'activité des SPVT débuterait au mois de juillet 1994, avec pour objet de promouvoir la liquidité de la pension à taux fixe sur valeurs du Trésor, particulièrement sur les échéances longues (1 mois et 3 mois). La composition du groupe, qui n'accueillait que deux établissements étrangers – la banque J.P. Morgan et Morgan Stanley –, ferait l'objet d'une révision au premier trimestre 1995, au vu des premiers résultats.

B. La deuxième sélection des SPVT du 21 avril 1995

Dans un communiqué du 21 avril 1995, le Trésor retint 3 SVT supplémentaires pour entrer dans le groupe des SPVT[48] :

48. *La Tribune*, 24 avril 1995.

– BNP Finance ;

– la Compagnie financière de l'Union européenne de CIC ;

– la Deutsche Bank France.

« Le volume des transactions mensuelles à taux fixe des SPVT est passé de 635 milliards de francs en juillet 1994 à 1 560 milliards en décembre[49] », rapporta le Trésor.

Avec cet enrichissement de 3 nouveaux venus, le club comptait désormais 15 membres. On remarqua tout de suite la venue de la BNP Finance dans le groupe, après son exclusion lors de la première sélection. La banque a vu ainsi la fin de son « purgatoire[50] », en raison du flou qui prévalait à l'époque sur la localisation de ses activités obligataires.

VI. LE CAHIER DES CHARGES DE 1997 ET SA SÉLECTION PARTIELLE

A. Le nouveau cahier des charges

Il se substitua aux cahiers des charges SVT et SPVT de 1994 et fut applicable à partir de janvier 1997. La référence au code de bonne conduite était accentuée dans le cahier : « Les spécialistes établissent un code de bonne conduite précisant les conditions pratiques d'application du présent cahier des charges relatives à la cotation et à la liquidité inter-SVT, ainsi que les règles déontologiques propres à cette activité et qu'ils ont décidé d'adopter ». La participation de chaque spécialiste sur les marchés gris et secondaire des valeurs du Trésor a été ramenée à 2 % pour chaque catégorie de produit, ainsi que pour les valeurs en écus. L'originalité était que ce pourcentage avait été distingué par maturité résiduelle « (inférieure à 1 an, entre 1 an et 5 ans, entre 5 ans et 11 ans, valeurs du Trésor en écus) ». Pour l'« organisation », les spécialistes devaient disposer « d'économistes en mesure d'informer régulièrement les investisseurs des évolutions de l'économie et des marchés de taux français ». Pour finir, les obligations du cahier des charges SPVT furent intégrées au nouveau cahier.

---

49. *Le Monde*, 24 avril 1995, p. 16.

50. Laurence Tovi et P. Mabille, *Les Échos*, « Nomination de trois nouveaux spécialistes en valeurs du Trésor », 24 avril 1995, p. 22.

B. La resélection partielle de 1997

La resélection qui s'ouvrit au printemps 1997 se donna pour finalité d'admettre dans le groupe de nouveaux SVT, parmi la liste des correspondants en valeurs du Trésor. Deux établissements figuraient dans cette catégorie :

– ABN Amro finance ;

– la Compagnie financière BZW.

Le comité de sélection rendit ses conclusions dans un communiqué de presse du 3 avril 1997[51]. On peut y lire que Jean Arthuis, ministre de l'Économie et des Finances, fit savoir qu'ABN Amro Finance était admis en qualité de spécialiste en valeurs du Trésor. La prochaine désignation des spécialistes en valeurs du Trésor aurait lieu au début de l'année 1998.

VII. LA PERSPECTIVE DE LA MONNAIE UNIQUE : RENOUVELLEMENT DU CAHIER DES CHARGES, SÉLECTION DE MARS 1998 ET NOUVEAU STATUT DE TRANSITION

À la fin de 1997, les services du Trésor procédèrent à des consultations auprès des spécialistes en valeurs du Trésor sur la base du nouveau cahier des charges. L'une des évolutions significatives du nouveau cahier était la suppression des quotas chiffrés sur le marché secondaire. Cette modification était bien acceptée, ainsi que les nouvelles exigences de rapport et d'information sur la clientèle. Pour ce qui était de la localisation géographique, son maintien dans le nouveau cahier ne surprit pas les SVT, même si certains établissements non résidents regrettèrent de voir que le Trésor ne développait pas une approche plus flexible dans l'appréciation de leur implication au développement du marché parisien. La troisième principale évolution concernait l'élargissement de la base d'interlocuteurs du Trésor et le maintien du seul « label SVT ». Celui-ci ne devait pas être dilué. La suppression du statut de CVT devait permettre de renforcer la cohésion du groupe. Avec la disparition du statut de CVT, un nouveau statut devait être créé, sans lien avec les statuts existants.

Le 23 janvier 1998, un communiqué de presse[52] clarifia l'orientation du *primary dealership* en France, avant le passage à l'euro : « Cette sélection valable

51. Ministère de l'Économie et des Finances, communiqué DICOM n° 4730, 3 avril 1997.
52. Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, communiqué DICOM n° 5044, 23 janvier 1998.

pour les trois années à venir se situe à un moment clé pour l'État émetteur : les établissements sélectionnés à cette occasion réaliseront en effet la transition à l'euro. »

Puis fut annoncée, de façon officielle, la suppression du statut de CVT : « Compte tenu de la nécessité d'une cohésion renforcée du groupe des spécialistes en valeurs du Trésor, le ministre a décidé de supprimer le statut de correspondant en valeurs du Trésor à compter de la date de la nouvelle sélection et entend ne pas octroyer de nouveau statut de SVT avant la prochaine sélection dans trois ans. »

A. La sélection de mars 1998

Il s'agissait d'un contexte tout particulier dans lequel les membres du groupe avaient vocation à accompagner l'État dans sa politique d'émission pour une période de 3 ans. Le cahier des charges avait été modifié pour préparer cette étape. Les principaux éléments de cette sélection concernaient les contraintes de localisation géographique imposées par le cahier des charges qui suscitaient des interrogations sur la stratégie des établissements, en particulier les non-résidents.

Le bilan de la sélection afficha deux entrées contre trois sorties. Il y avait la sortie de Louis Dreyfus Finance. La deuxième sortie du groupe concernait la banque Indosuez. Cette sortie était logique, et était programmée depuis l'achat de la banque par le Crédit agricole. « La fusion des activités de marchés, en donnant naissance à Crédit agricole Indosuez (CAI), a abouti logiquement à ce que CAI obtienne le statut de SVT »[53]. Enfin, la troisième sortie concernait UBS. « Quant à la disparition de l'UBS, elle se révèle une demi-surprise pour les professionnels. Sur le marché, plusieurs établissements avaient remarqué l'absence des équipes d'UBS depuis plusieurs mois[54] ».

La nouvelle sélection a été rendue publique le 10 avril 1998[55]. Le titre du communiqué de presse faisait d'emblée référence à la nouvelle monnaie : « La France prête pour l'euro : sélection des spécialistes en valeurs du Trésor ».

Sélectionnés pour leur capacité à placer, à animer et à assurer la liquidité du marché de la dette française, ces établissements allaient permettre au Trésor

---

53. Richard Hiault, *Les Échos*, « Trois établissements quittent le club des SVT », 14 avril 1998, p. 25.
54. *Les Échos*, 14 avril 1998, p. 25, *op. cit.*
55. Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, communiqué DICOM, n° 5158, 10 avril 1998.

d'assurer le meilleur placement de la dette publique au meilleur coût. Les deux entrants étaient Barclays Capital et HSBC James Capel Contrepartie.

Au 1er janvier 1999, le groupe des SVT comptait 19 établissements : 9 banques françaises et 10 d'origine étrangère. Dans ces établissements non résidents – dont 5 Américains, 2 Allemands, 2 Britanniques et 1 Néerlandais –, certains comptent parmi les acteurs les plus importants sur les marchés obligataires mondiaux. « Cette composition reflète la diversité des acteurs sur la dette publique française, et l'attrait soutenu du "label" que constitue la qualité de SVT[56] ».

B. La sélection des intermédiaires en valeurs du Trésor (IVT) : août 1998

Le statut d'intermédiaire en valeurs du Trésor fut annoncé le 23 janvier 1998. Il était prévu que le nouveau statut soit moins contraignant, et que les IVT échappent à la contrainte de localiser leurs activités à Paris. Pour éviter que certains SVT étrangers abandonnent leur statut au profit de celui d'IVT, les avantages commerciaux et le « prestige » des bénéfices de l'image attachée à ce nouveau statut devaient être bien moindres que ceux des SVT. Pour maintenir toute son importance au statut des SVT, qui sont les interlocuteurs les plus importants pour la politique d'émission de l'État, le statut d'IVT n'a pas fait l'objet d'une politique de communication très active du ministère.

Les grandes lignes du statut étaient les suivantes :

– il est ouvert à tout établissement financier installé dans un pays de l'Union européenne, avec représentation française (filiale ou succursale) ;

– concernant les règles de participation au marché primaire : il n'y a aucune obligation de participer aux adjudications de manière régulière et pour un quota minimum. L'intermédiaire en valeurs du Trésor a droit, comme tout autre établissement, de participer aux adjudications. Les IVT n'ont donc pas de responsabilité dans le placement primaire des valeurs du Trésor et ne peuvent donc pas être appelés *primary dealers* ;

– sur le marché secondaire, les IVT ont une obligation de déclaration mensuelle de leurs transactions sur le marché secondaire des valeurs du Trésor, à l'exception du marché de la pension livrée. Il n'y a pas de volume ou de part de marché minimale à respecter ;

---

56. Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, *Les valeurs du Trésor,* Rapport d'activité 1998-1999, p. 50-51.

– les IVT ont une obligation de cotation sur pages ;

– le statut est facile à obtenir ou à perdre : une simple demande au Trésor suffit pour son obtention.

Au cœur de la période estivale, le communiqué de presse du 13 août 1998[57] fit connaître les résultats de la sélection des intermédiaires en valeurs du Trésor.

> « Dominique Strauss-Kahn, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, annonce que la liste des intermédiaires en valeurs du Trésor a été arrêtée comme suit :
>
> – Aurel ;
>
> – Banco Bilbao Vizcaya ;
>
> – Banque Bruxelles Lambert (groupe ING) ;
>
> – Crédit Suisse First Boston ;
>
> – Credito Italiano ;
>
> – Daiwa ;
>
> – IMI-San Paolo ;
>
> – Nomura. »

Cette sélection, pour le moins discrète, n'a pas échappé à l'observation de la presse : « La date de publication, hier 13 août, de la liste des heureux élus donne une idée de l'importance de ce nouveau club des IVT. Néanmoins, le nombre d'établissements non résidents, sept sur huit, démontre la volonté du ministère de l'Économie et des Finances de faire un effort spécifique sur le placement de sa dette à l'étranger[58] ».

C. Le départ d'un SVT historique : La Banque d'escompte

En décembre 1998, la Banque d'escompte, membre fondateur du club SVT, se retira du groupe. Une page de l'histoire des SVT se tourne alors. On peut rappeler que la direction du Trésor veilla à ce que la solidité financière des établissements sélectionnés pour faire partie des SVT soit suffisante. Le niveau minimal de fonds propres requis pour obtenir le statut avait été porté, depuis le 1er janvier 1995, de 150 à 300 millions de francs, transformé en 45 millions d'euros en 1999.

---

57. Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, communiqué DICOM n° 5328, 13 août 1998.
58. I. Ehrhart, *Les Échos*, « Nomination des intermédiaires en valeurs du Trésor », 14 août 1998, p. 17.

Conclusion

Sept cahiers des charges entre 1986 et 1998 pour quatre statuts de « correspondants » du Trésor ont défini les relations entre l'État émetteur et ses banques partenaires. Cette évolution, très pragmatique, s'est adaptée aux changements des marchés de taux. Depuis le début de l'année 1999 et l'arrivée de la monnaie unique, on avait constaté une concurrence accrue entre les émetteurs de la zone euro qui se partageaient une clientèle commune. Les investisseurs se sont tournés vers des marchés qu'ils connaissaient moins bien que leurs anciens compartiments nationaux et ont sollicité les intermédiaires présents sur ces anciennes niches. Les « intermédiaires » devaient développer une offre globale sur les titres souverains de la zone euro. Sur le nouveau marché de la zone euro, les SVT français se sont divisés dorénavant entre « grands acteurs » et « acteurs moyens », et non plus entre résidents et non-résidents[59]. « Le défi majeur du Trésor français et de ses SVT pour l'année 1999 et celles qui vont suivre sera d'attirer sur les différents produits français une base d'intervenants la plus diversifiée possible en termes d'intérêts pour en faire un véritable marché liquide de référence au niveau international[60] ». Le groupe des SVT a beaucoup changé depuis sa création. La liste a évolué au fil du temps : le groupe s'est progressivement élargi pour tenir compte de la diversité des banques les plus actives à Paris sur le marché des titres d'État. La déréglementation a imprimé sa marque lors des différentes sélections. Les agents de change disparurent avec la suppression de leur statut aux termes de la loi du 22 janvier 1988, qui les remplaça par des sociétés de bourse. Cela eut pour conséquence la sortie précoce de Finance Contrepartie et de Finance Plus. Avec l'approche de la monnaie unique, de nombreux établissements fusionnèrent.

Jean Lemierre, directeur du Trésor d'octobre 1995 à juin 2000[61], évoqua l'année 1999 comme une année de forte compétition entre dettes souveraines européennes. Dans ce contexte, la politique d'émission de la France resta la plus transparente possible vis-à-vis du marché et assit la liquidité de la dette française avec le soutien des SVT, comme un facteur clé pour le positionnement de la dette française dans la zone euro. « Notre objectif est de réussir à faire de la dette française une dette de référence de la zone euro, et cela passe par son internationalisation et donc par une croissance de la part de la dette détenue par les investisseurs non-résidents. » Le système SVT s'inscrivait pleinement dans

59. David Bellanger, *L'AGEFI*, Les Cahiers SVT, 28 avril 1999.
60. Muriel Nahmias, *L'AGEFI*, *op. cit.*
61. Propos recueillis par Muriel Nahmias, *L'AGEFI*, *op. cit.*

la stratégie de gestion de la dette dans le grand marché européen. Le cahier des charges a été refondu en 1998 pour tenir compte de l'apparition du marché en euro, après de longues discussions avec les SVT. « Dans un marché très compétitif, le système des SVT est un des grands atouts de la dette française, car il permet à l'État émetteur d'avoir des correspondants privilégiés très proches. Cette proximité s'entend dans tous les sens du terme : proximité de confiance, technique et géographique. »

Parallèlement aux sélections de SVT, le marché financier français a été modernisé durant la période couverte par cette étude. Les titres souverains de la France sont maintenant standardisés, simplifiés et émis en majorité par la technique de l'adjudication qui met les SVT en concurrence. Ces changements ont permis un renforcement de la compétition entre les établissements bancaires, la mise en marché de la dette et son internationalisation. Cet article déroule les sélections des SVT chronologiquement sur une période de 12 ans ; ces sélections suivent la transformation du monde bancaire et de la place financière de Paris. Toutefois, cette recherche nécessite un approfondissement des contenus des différents cahiers des charges, afin de mieux approcher les contraintes de l'État émetteur et les intérêts des établissements financiers. Mais surtout, cette analyse doit rester associée aux modifications du marché des titres engagées au début des années 1980. Le « système SVT » ne pouvait fonctionner qu'après la modernisation et la libéralisation du système financier français. En résumé, les SVT ont bien rempli leur tâche et ont permis à l'État français de s'endetter plus facilement sur les marchés, et à moindre coût, par le jeu de la concurrence.

SURENDETTEMENT LIÉ À LA GUERRE

UN MINISTRE FACE À LA CRISE DE LA DETTE PUBLIQUE À LA FIN DU RÈGNE DE LOUIS XIV

Stéphane GUERRE

Introduction

En 1714, après des années d'efforts pour soutenir les engagements liés à la guerre de Succession d'Espagne, la paix est enfin acquise pour les Français par les traités de Rastatt et de Baden. Ce nouvel environnement international devrait provoquer immédiatement une requalification de tous les problèmes financiers. Pour le contrôleur général des Finances, Nicolas Desmaretz, il serait, en effet, cohérent de mettre fin à des mesures exceptionnelles qui se justifiaient jusqu'alors par le seul salut de l'État. Il s'agissait d'ailleurs d'un engagement du souverain envers ses peuples pris dans la plupart des préambules des édits ou déclarations donnant naissance à des dispositions fiscales souvent très sévères, telles la création du dixième. Desmaretz effectue pourtant un choix différent, puisqu'il propose au roi de poursuivre une politique d'exception déconnectée de tout contexte international menaçant. Il prend ainsi l'exact contre-pied de l'espérance suscitée par l'annonce des premiers accords de paix. Pour justifier cette rigueur, le ministre invoque le problème de la réduction de la dette publique[1] : il devient selon lui impératif et même urgent de la réduire de façon drastique, quitte à continuer à pressurer fiscalement les populations.

Il n'est désormais plus question, comme en 1713, de faire défaut en frappant les rentiers ; l'heure est au contraire venue d'inciter le souverain à rembourser ses créanciers[2]. Il est vrai que le moment se révèle délicat pour le contrôleur

1. Sur cette dénomination problématique de dette publique, voir l'introduction de Jean-Yves Grenier *in* Jean Andreau, Gérard Béaur, Jean-Yves Grenier (dir.) *La dette publique dans l'histoire*, IGPDE/Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2006, p. 1-19, consultable en ligne, https://books.openedition.org/igpde/1180.

2. En 1713, Desmaretz diminue l'intérêt de toutes les rentes perpétuelles au denier 25 (4 %). Les titres émis avant 1706, non revendus sur le marché secondaire, voient leur capital intégralement maintenu, mais les autres connaissent une réduction du principal à rembourser des 2/5, soit 40 %. Ce coup de force lui permet de réduire le montant des arrérages annuels à verser de 14 millions de livres. Quant à la baisse du capital des 2/5, elle revient à rayer d'un trait de plume 135 000 000 de livres. Katia Béguin, *Financer la guerre au XVII^e siècle. La dette publique et les rentiers de l'absolutisme*, Seyssel, Champ Vallon, 2012.

général : le prince est âgé, et, une fois celui-ci disparu, il existe un risque important que son successeur lui demande des explications. La dette devient dès lors un enjeu politique majeur, puisqu'elle peut lui être imputée et justifier son renvoi, voire des poursuites, si le nouveau pouvoir décide de solder une partie du passif en accablant le responsable des finances royales, comme à l'époque de Fouquet. Le subterfuge consiste alors à ne plus apparaître seulement comme celui qui a aggravé l'endettement, mais au contraire comme l'homme qui détient les solutions à un problème de prime abord insoluble, compte tenu de l'ampleur des sommes en jeu. Cette stratégie, Desmaretz la met en œuvre dans les multiples mémoires sur ce sujet adressés au roi en 1715. Pour fonctionner, elle nécessite que les mesures proposées soient suffisamment audacieuses pour convaincre : au vu du passif à résorber, les expédients habituels sont hors de propos. Ce sont donc des réformes d'ampleur qu'envisage Desmaretz au crépuscule du règne. Elles méritent toute notre attention, car, outre leur aspect souvent innovant, elles dévoilent chez ce ministre du Grand Roi une conception inédite, et même provocatrice, des rapports entre monarchie absolue et société. Nous nous proposons donc de dévoiler comment, à travers la question de la dette, le contrôleur général redéfinit dans un sens restrictif le périmètre d'exercice de la souveraineté d'un roi bien moins absolu qu'il le prétend. Comme désigner ce qui relève de la dette publique n'est jamais neutre pour un gouvernant, un préalable à notre analyse consistera à comparer la conception de la dette développée par Desmaretz à sa nature réelle telle que nous pouvons la reconstituer.

I. LA DETTE PUBLIQUE EN 1715 : UN ÉCHEVEAU DIFFICILE À DÉMÊLER

Le premier fondement de la variation à la hausse de la dette publique est le niveau des dépenses militaires : l'État dispose en effet d'un outil militaire surdimensionné par rapport à ses ressources. La France s'est engagée en 1701 dans la guerre de Succession d'Espagne pour des raisons politiques, sans que le gouvernement examine sérieusement ses capacités à soutenir un conflit qui, au vu des adversaires et des fronts à couvrir, s'annonçait difficile et probablement long, en raison d'une stratégie évitant les batailles décisives[3]. Cette situation préoccupante contraint l'État à financer la guerre par l'emprunt, les

3. Jean-Baptiste Colbert, marquis de Torcy, *Mémoires pour servir à l'histoire des négociations depuis le Traité de Riswick jusqu'à la Paix d'Utrecht,* Paris, Michaud et Poujalat, 1839.

taxes indirectes et la vénalité des offices, car l'impôt direct, depuis la création de la capitation en 1695, apparaît aux yeux des dirigeants comme démobilisateur et surtout politiquement dangereux en raison de possibles révoltes antifiscales.

La création quelque peu inattendue de l'impôt du dixième par Desmaretz en 1710 est, à ce titre, une solution de la dernière chance qui s'apparente, à certains égards, à un coup de bluff, tant les objectifs affichés sont éloignés des pratiques de terrain. Il s'agit en effet de tromper les adversaires de la France sur sa capacité à poursuivre le combat[4]. Créer un impôt comme le dixième constitue cependant une sorte de garantie pour lever de nouveaux emprunts. Il permet en quelque sorte de relancer le cycle de la dette publique à un moment où l'État apparaît ruiné.

Toujours est-il qu'à la fin du conflit, la dette publique se révèle protéiforme. Elle se compose d'abord des impayés accumulés par un État incapable de verser en temps et en heure les sommes qu'il doit à ses fournisseurs d'armée ou à ses agents sous forme de gages. Il existe ensuite les emprunts à long terme contractés auprès du public, telles les rentes sur l'Hôtel de ville. Il se rencontre également une dette à plus court terme, toujours à destination du public, comme celle gérée par la caisse des emprunts créée par Colbert et ressuscitée en 1701. S'ajoutent également d'autres types d'emprunts : certains forcés, telles les augmentations de gages ou la saisie provisoire d'une partie des métaux précieux rapportés de la mer du Sud par les armateurs ; d'autres plus volontaires, et contractés auprès de groupes sociaux ciblés ou d'institutions qui jouent le rôle d'intermédiaires, comme les compagnies d'officiers, les états provinciaux, les municipalités, les corporations et communautés professionnelles, voire le clergé.

Pour drainer de l'argent dans ses caisses le plus rapidement possible, le gouvernement s'appuie de surcroît sur ces professionnels de l'argent que sont les financiers ou les banquiers, encore que ces derniers aient un rôle moindre une fois que l'essentiel des combats se déroule sur le territoire français, à l'exception de Samuel Bernard. Ces groupes, grâce à leurs puissants réseaux, peuvent contourner cette difficulté supplémentaire que constitue le manque de numéraire en circulation au sein de la société et prêter de l'argent au roi au prix fort. Le poids que pèsent ces manieurs d'argent ne fait que souligner l'absence d'institution capable de récolter des fonds afin de les avancer au souverain. Les multiples projets de créations de banques qui circulent à cette époque visent justement à combler cette lacune, mais aucune n'aboutit[5].

---

4. Stéphane Guerre, *Nicolas Desmaretz. Le Colbert oublié du Roi-Soleil*, Ceyzérieu, Champ Vallon, 2019.
5. *Ibid.*

Une autre grande catégorie d'emprunts recoupe pour partie la précédente, car elle concerne parfois les mêmes individus : les avances sur recettes octroyées par les fermiers généraux et les officiers comptables de la monarchie, tels les receveurs généraux de finances.

Enfin, reste à évoquer le cas spécifique de la vénalité des offices : les nombreuses ventes d'offices durant les guerres louis-quatorziennes relèvent d'une forme sophistiquée de dette publique. Ces acquisitions sont assimilables à des rentes, avec des avances de capital et un intérêt qui serait le paiement annuel des gages liés à office. Aussi, les nombreuses suppressions d'offices auxquelles le gouvernement procède entre 1715 et 1720 constitueraient une forme de remboursement à ce qui ne serait que des prêts déguisés. Il faut cependant se garder de systématiser ce raisonnement comme le font certains historiens qui identifient tous les offices créés durant cette période difficile à de la dette. De nombreuses charges comblent en réalité une véritable demande sociale ou institutionnelle ; certaines ont d'ailleurs perduré bien au-delà du règne et n'ont pas été remboursées, comme l'atteste le cas des 40 offices d'inspecteurs de police de Paris, dont la création répond à de nouvelles nécessités d'encadrement. En d'autres termes, il convient de ne considérer comme relevant de la dette publique que celles qu'on liquide rapidement une fois la paix survenue. Les autres, par leur utilité sociale et leur permanence, doivent être considérées comme des investissements en vue de créer un nouveau service au public.

Beaucoup des prêts cités précédemment sont garantis par une anticipation de revenu calée sur une recette royale spécifique : le créancier reçoit une assignation, c'est-à-dire une promesse de paiement sur une recette future à une date fixée par avance, sauf que cette dette papier n'est souvent jamais résorbée. Chaque année, l'absence de règlement définitif du conflit repose, en effet, la question du financement de la campagne suivante, amputant grandement le budget de l'État et rendant impossible l'apurement des assignations accumulées les années précédentes. Pour donner la mesure du problème, il suffit de rappeler qu'en 1708, les commis du département des Finances estiment que si le gouvernement règle les assignations dues pour la seule année 1708, il ne lui resterait que 10 % de ses recettes (20 388 000 livres) pour faire face aux dépenses militaires, sans évidemment combler pour autant le passif accumulé[6].

La disette de 1709 amplifie encore le problème. Comme les receveurs de taille voient leurs rentrées fiscales s'effondrer, ils n'alimentent plus les caisses des receveurs généraux, lesquels ne règlent plus leurs ordres de paiement. Par

6. Jean-Roland Malet, *Comptes-rendus de l'administration des Finances du royaume de France*, Londres, Paris, Buisson, 1789.

conséquent, la proportion de dépenses dont le paiement paraissait assuré chute, ce qui provoque par contrecoup un endettement plus fort de l'État. De même, certaines affaires extraordinaires échouent et il faut accorder urgemment des remises aux traitants, ce qui constitue là encore un manque à gagner sur des recettes attendues. Ces défaillances gonflent ainsi une dette déjà colossale.

De nouveaux effets apparaissent, compliquant encore la situation : les officiers comptables de la monarchie comme les trésoriers de l'Extraordinaire des guerres financent une partie de leurs dépenses par des emprunts levés sur leur seul crédit personnel et délivrent des promesses de remboursement. Le roi les reconnaît cependant comme de la dette publique et s'engage à les honorer[7]. S'ajoute aussi le cas des billets de monnaie, qui ont la particularité de n'être assignés sur aucune recette. Leur remboursement n'est donc pas budgétisé. Enfin, à partir de 1711, de nouveaux billets apparaissent, émis par une nouvelle trésorerie, la caisse Legendre, à qui le ministre délègue un certain nombre de revenus afin de financer les dépenses militaires. En 1715, leur cours s'effondre et ils perdent plus de 50 % de leur valeur nominale. Comme les billets de monnaie quelques années plus tôt, ils menacent de paralyser le crédit public comme privé.

En résumé, la complexité même de cette présentation révèle la difficulté pour le gouvernement du Roi-Soleil de s'y retrouver. Les donneurs d'ordre sont mal informés et se montrent incapables de maîtriser le processus d'abstraction financière dans lequel ils se sont lancés tête baissée. L'une des constantes de la politique suivie par le dernier contrôleur général du règne consiste justement à simplifier l'environnement financier dans lequel se débat la monarchie en épongeant nombre de ces papiers. Il mène surtout une politique d'identification de la dette en procédant à un audit dès son entrée en charge en 1708. Desmaretz, dans nombre de ses écrits ultérieurs, transformera d'ailleurs cette enquête interne en geste fondateur témoignant de sa volonté de maîtriser, à défaut de la résorber, la dette publique[8].

On retrouve cette détermination intacte en 1715 lorsqu'il tente d'estimer le fardeau de la dette dans les mémoires adressés à son maître pour rendre compte de son administration. Ces nombreuses justifications où, année par année, il défend ses choix, chiffres à l'appui, sont une manière de se relégitimer à un moment où des critiques se font jour au sein de la cour sur sa gestion[9]. Reste cependant pour lui à démêler l'écheveau complexe de toutes ces créances et à

7. Marie-Laure Legay, *La banqueroute de l'État royal. La gestion des finances publiques de Colbert à la Révolution française*, Paris, Éditions de l'EHESS, 2011.

8. S. Guerre, *Nicolas Desmaretz…, op. cit.*

9. M^me^ de Maintenon, *Lettres de M^me^ de Maintenon. 1714-1719*, Paris, Honoré Champion, 2011, t. 6, lettres n° 220, 230 et 246.

délimiter ce qu'il considère comme relevant de la dette publique. Il n'est pas sans intérêt de remarquer que Desmaretz ne prend jamais en considération la dette consolidée que constituent les rentes sur l'Hôtel de ville. Pour lui, il ne s'agit plus véritablement de dette, car, comme le capital n'en sera jamais restitué, il n'a pas besoin d'affecter une ressource à son remboursement. Seule la dette flottante le préoccupe en réalité.

Dans le mémoire où il se montre le plus précis, Desmaretz chiffre l'intégralité des dépenses, entre 1708 et 1714 compris, à 1 579 366 270 livres. Encore faut-il y ajouter la dette qui s'est amoncelée les premières années de la guerre et qui est constituée d'ordonnances non payées, d'avances à rembourser ou de fonds caducs à réassigner. En 1708, il l'évalue à 335 173 111 livres. En définitive, en additionnant ces deux sommes, il obtient un montant global de dépenses à régler de 1 914 539 381 livres. Sur ce volume, il n'a été acquitté sur cette période que 1 564 585 188 livres :

– 268 769 794 livres au titre des revenus ordinaires restés libres ;

– 33 807 897 livres en anticipations de revenus ordinaires ;

– 192 386 793 sur la capitation ;

– 111 076 056 livres sur le dixième ;

– 758 544 648 livres, enfin, sur les autres opérations (refonte des monnaies, rachat de la capitation ou du dixième, aliénation du contrôle des actes des notaires, dons « gratuits » des villes, avances faites par les receveurs et fermiers généraux, traités et affaires extraordinaires…).

Ces données reflètent la faible part prise par les prélèvements directs dans le financement de la guerre. Le déséquilibre se révèle en tout cas patent entre ce qui entre dans les caisses de l'État et ce qui est consommé : le déficit s'élève en effet à 349 954 193 livres[10].

Ce n'est pas tout, car Desmaretz consigne à part la dette papier : elle se compose en janvier 1715 de 68 937 047 livres d'assignations non réglées auxquelles s'ajoutent les billets de l'Extraordinaire des guerres et autres effets royaux exigibles en 1715. Lorsqu'il additionne l'ensemble de ces sommes aux 349 954 193 livres de déficit déjà relevé, il arrive à un résultat de 427 992 648 livres. Il en conclut qu'en intégrant les dépenses prévisibles pour l'exercice 1715, les fonds nécessaires pour fournir aux dépenses présentes et passées atteignent un total de 576 722 188 livres[11].

---

10. Archives nationales, Paris (désormais AN), G^7 1903, mémoire de M. Desmaretz sur la situation présente, janvier 1715.
11. *Ibid*.

Si ce diagnostic souligne la gravité du problème à résoudre, il se révèle pourtant bien loin de la réalité, puisqu'il ne tient compte ni des échéances postérieures à 1715 ni des billets de la caisse Legendre. Le visa, ordonné par le Régent en décembre 1715, nous apprend d'ailleurs qu'il reste pour près de 600 millions d'effets royaux et assignations en circulation, montant qui s'ajoute aux quelques 300 millions de déficit déjà cité[12]. En 1720, un *État général des dettes de l'État à la mort du feu roi Louis XIV* dressé sous la direction du nouveau chef des Finances, John Law, va plus loin et considère que la dette publique s'élève à près de 2 milliards de livres[13]. Pour arriver à ce chiffre, son auteur intègre dans son calcul la dette consolidée et les remboursements d'offices ayant eu lieu entre 1715 et 1720. D'autres estimations plus contemporaines flirtent avec les 2 milliards 800 millions de livres[14].

II. FAIRE LA GUERRE À LA DETTE

Desmaretz ne cache pas ses intentions à Louis XIV : il souhaite passer sans transition d'une économie de guerre à une remise en ordre des finances publiques. Pour se faire, il compte procéder immédiatement aux réformes nécessaires, fussent-elles rigoureuses, pour maîtriser l'endettement chronique de l'État. Le tempo choisi paraît difficilement tenable dans un royaume frappé depuis tant d'années par les épreuves de la guerre, mais Desmaretz écrit que si « tout cela paraît dur et difficile […] plus on laisse passer du temps, et plus le mal augmente[15] ».

Pour bien saisir son approche, il faut comprendre qu'il transpose en période de paix, sur un sujet qui n'est plus la victoire à tout prix mais la dette, un discours et des méthodes issues justement de cette situation d'exception qu'est la lutte armée. Desmaretz fait en réalité de ce combat contre l'endettement une des dimensions essentielles de la rivalité entre les nations européennes[16] : il veut

12. AN, G^7 1903, compte-rendu de M. Desmaretz au Régent, 1716.
13. *État général des dettes de l'État à la mort du feu roi Louis XIV*, Lyon, 1720 ; M.-L. Legay, *La banqueroute de l'État royal*, *op. cit.*
14. François R. Velde, « Government Equity and Money : John Law's System in 1720 France », *Federal Bank of Chicago*, Working Papers, vol. 31, 2003.
15. AN, G^7 1903, second mémoire de M. Desmaretz sur la situation présente, 20 février 1715.
16. « L'Empereur, les Anglais, les Hollandais et leurs alliés, qui se trouvent aujourd'hui dans le même cas et pour la même cause, ont établi des impositions pour vingt, trente et quarante années, et ils en établissent actuellement de nouvelles pour payer leurs dettes. Quel avantage leur donnerions [-nous] sur nous, si nous ne leur faisions pas que nous prenons de pareils arrangements pour nous acquitter. » Bibliothèque nationale de France (désormais BnF), ms. fr. 7765, mémoire de M. Desmaretz, 21 février 1715, f° 4.

persuader Louis XIV que s'engager dans cette voie est aussi essentiel pour la majoration des forces de l'État que d'en imposer aux puissances étrangères sur les champs de bataille. Cette équivalence permet de transformer une question financière, celle de l'apurement des comptes royaux, en problème politique de première importance. Il devient dès lors logique d'appeler à se mobiliser contre un endettement qui gangrène la monarchie comme si le salut du régime en dépendait. En suivant ses préconisations, Desmaretz promet que « l'État redeviendra comme neuf[17] ». Ce thème de la régénération du corps malade de l'État par le retour à l'équilibre financier est alors appelé à un grand avenir, puisqu'aujourd'hui encore ce type de métaphores a cours.

Toujours est-il que cette formule frappe, car elle dévoile la conception cyclique de l'histoire qui fonde le projet du contrôleur général : il s'agit de renouer la chaîne des temps pour retrouver ce qui est présenté comme un âge d'or perdu, l'époque de son oncle Colbert « où la France était florissante, et les finances dans l'arrangement le plus parfait[18] ». Desmaretz veut donc accomplir une véritable révolution copernicienne pour revenir à la situation financière qui prévalait à la mort de ce dernier en 1683. Le laps de temps écoulé entre la disparition de Colbert et sa nomination comme contrôleur général apparaît donc comme une parenthèse pendant laquelle des ministres incapables n'ont fait que dénaturer l'œuvre du grand homme de la famille. Cette présentation très personnelle tend donc à transformer le règne en une opération à somme nulle sur le plan financier, puisque Desmaretz a pour ambition de restaurer l'équilibre des premières années du règne. D'ailleurs, comme Colbert a mis vingt ans à redresser les comptes après sa prise de fonction en 1661, son neveu réclame lui aussi la même longévité pour son programme de résorption de la dette.

Il se trouve toutefois contraint de nuancer quelque peu sa présentation. D'abord, la situation ne peut se régler comme en 1662. Le passif avait alors été dénoncé comme étant le fruit des malversations de Fouquet et ses alliés ; or, Desmaretz estime qu'à ce jour les dettes sont « légitimement dues [19] ». Dans un autre mémoire, il précise sa pensée et affirme que la plupart des créanciers de l'État semblent de « bonne foi [20] ». Il repousse donc toute chambre de Justice pour réduire d'autorité les engagements du gouvernement : le souverain doit

17. Mémoire de M. Desmaretz, *op. cit.*
18. Rapport de Desmaretz rédigé en 1714 et reproduit dans François Véron de Forbonnais, *Recherches et considérations sur les finances depuis l'année 1595 jusqu'à l'année 1721*, Bâle, 1758, t. 2.
19. *Ibid*.
20. Archives du ministère des Affaires étrangères (désormais Ar. MAE), mémoires et documents, France, 137, f° 44 et suiv.

honorer sa parole et « indispensablement » les régler[21]. Le refus d'utiliser la contrainte judiciaire pour obtenir un rabais de la part de financiers, considérés ici comme des partenaires à respecter, est une position peu courante compte tenu de la haine qu'inspirent les gens d'affaires ; elle est toutefois caractéristique d'un ministre qui a toujours pensé qu'il fallait ménager ces intermédiaires nécessaires au crédit du roi[22].

« Indispensablement ». L'emploi de cet adverbe est révélateur : pour Desmaretz, le pouvoir souverain ne peut plus assumer en 1715 un défaut de paiement qui ruinerait ses bailleurs de fonds. L'État absolu n'est plus délié de ses obligations à l'égard d'une partie de la société. Il ne peut proroger sa dette indéfiniment ou refuser de la régler : il doit, pour retrouver sa puissance, rendre aux élites l'argent moissonné en temps de guerre. Cette conception pose donc une limite claire à la souveraineté du roi puisque son ministre lui refuse toute possibilité de déroger au remboursement et de se libérer par une solution politique. Par conséquent, de cet énoncé émerge en creux un droit, celui du créancier à être remboursé, droit jugé supérieur à la volonté toute puissante du prince absolu. Ce dernier est soumis à la loi commune du débiteur contraint de rembourser ses emprunts. En d'autres termes, comme la relation de réciprocité existant entre le prêteur et son obligé s'impose au roi, le lien de subordination traditionnel existant entre lui et la portion de ses sujets qui lui ont fait des avances se trouve dilué. Insister sur l'obligation qu'a le roi de régler ses dettes comme le fait Desmaretz a des implications politiques, fussent-elles inconscientes.

Cette situation de réciprocité a néanmoins son pendant : Desmaretz juge, en effet, que son maître a préféré, pour financer la guerre, entamer ses revenus plutôt que de sacrifier les propriétés de ses sujets. Comme il a conservé leurs biens en s'abstenant de créer des taxes à proportion de ses dépenses, il paraît en retour « naturel que les sujets contribuent à libérer le roi des engagements qu'il a pris pour eux. Ils doivent rétablir les revenus inaliénables de la Couronne tels qu'ils étaient avant la guerre[23] ». Ce postulat fait du peuple le débiteur du monarque, convertissant la dette financière du roi en une dette sociale et cela au nom d'une supposée dette morale. Ce tour de passe-passe permet d'envisager l'ensemble des emprunts contractés par le gouvernement, en vue de soutenir une guerre largement motivée par des intérêts dynastiques, comme une véritable dette publique. Cette mutualisation des pertes instaure de fait une solidarité

21. F. Forbonnais, *Recherches et considérations sur les finances, op. cit.*

22. Daniel Dessert, *Argent, pouvoir et société au Grand Siècle*, Paris, Fayard, 1984 ; S. Guerre, *Nicolas Desmaretz…, op. cit.*

23. Ar. MAE, mémoires et documents, France, 137, f° 41 ; AN, G^7 1903, mémoire de M. Desmaretz, janvier 1715.

financière entre le souverain et ses sujets. Cela revient à faire payer le passif dû par l'État à une minorité de créanciers par l'ensemble de la société. Aussi, maintenir les impositions extraordinaires nées de la guerre, contrairement aux promesses formulées à longueur d'édits, redevient légitime. Ce n'est même pas inconciliable avec la recherche du bien-être individuel, puisque notre homme écrit que « chaque particulier a un intérêt sensible et personnel [de] contribuer [à l'acquittement des dettes] pour se procurer une subsistance certaine et une tranquillité pour le présent et l'avenir[24] ».

De la même manière, sacrifier les rentiers en répudiant une partie de la dette consolidée comme Desmaretz l'a fait en 1713, n'est contradictoire qu'en apparence. Comprenant que la paix avec l'Empire ne tarderait pas, il avait en effet profité de la période transitoire qui avait suivi les premiers traités conclus avec l'Angleterre et les Provinces Unies pour frapper des groupes toujours prompts à se mobiliser pour défendre leurs intérêts[25]. Outre le changement de contexte politique, qui joue à la fois sur les stratégies adoptées par Desmaretz et la teneur de ses discours, cette différence de comportement suivant le type de créance masque son intention de privilégier les financiers qui détiennent une grande partie de la dette exigible au détriment des rentiers. Ainsi, en 1715, sous prétexte de réduire l'endettement de l'État, il permet à ces intermédiaires de rembourser leurs prêteurs afin de reconstituer leur capacité à emprunter pour le compte du monarque.

III. AGIR POUR MAÎTRISER LA DETTE

Passons en revue les principales mesures envisagées par le contrôleur général afin de maîtriser la dette publique et, à plus long terme, de la résorber.

La première est annonciatrice des opérations menées quelques mois plus tard par le Régent : il s'agit de réduire une partie de la dette flottante en faisant vérifier par un *visa* tous les billets d'État en circulation en vue de sa consolidation. Un auteur bien renseigné écrira plus tard que le ministre « espérait que les négociations usuraires qui avaient été faites des billets lui donneraient lieu à des retranchements et à des taxes qui en consommeraient la plus grande partie[26] ». Il s'agit d'une tentative de criminaliser la spéculation *a posteriori*. Si le respect des engagements du gouvernement est présenté comme un impératif moral par

24. BnF, ms. fr. 7765, mémoire de M. Desmaretz, 21 février 1715, f° 3.
25. J.-R. Malet, *Comptes-rendus…*, *op. cit.*
26. AN, G^7 1114-1117, mémoire sur les contrôleurs généraux des Finances, 1728.

Desmaretz, cela suppose néanmoins que cette morale ait elle-même été respectée par ceux qui détiennent ces dettes. Cette réciprocité justifie ainsi le cap suivi par le ministre. Sa politique reçoit en tout cas un début d'application lorsque la Caisse des emprunts est supprimée en août 1715 et ses promesses converties en 5 millions de livres de rentes au denier 25. Chaque titre est préalablement examiné par des commissaires du Conseil pour déterminer s'il a été négocié ou commercé. En ce cas, le gouvernement n'en remboursera que la moitié[27]. Cette consolidation de la dette flottante touche aussi les billets de l'Extraordinaire des guerres et les anciennes assignations tirées avant le 7 octobre 1710 encore en circulation. Ces effets sont convertis en un million de rentes héréditaires au denier 25 sur le produit de la capitation de la généralité de Paris, mais comme pour la Caisse des emprunts, on impose un rabais de 50 % sur les titres ayant été échangés sur le marché secondaire[28].

Pour stopper la progression de la dette, le contrôleur général souhaite également revenir « à une juste proportion entre les revenus et les dépenses du roi[29] ». Pour y arriver, il met au point un plan drastique de diminution des dépenses applicable dès 1715. La force de ce programme est qu'il a obtenu du monarque la promesse de contribuer au désendettement par « un retranchement qu'il consentirait de faire sur les dépenses », ce qui n'est pas rien[30]. Il a l'intention de lancer un audit de tous les paiements effectués durant la guerre par les trésoriers des pays d'états et les receveurs généraux afin que ce contrôle des comptes élimine les traites douteuses[31]. Il veut aussi s'attaquer aux frais militaires et propose, entre autres, de diminuer de moitié les pensions et gratifications annuelles des anciens cadres de l'armée. Il suggère aussi d'en plafonner le montant global afin d'éviter tout nouveau dérapage, ce qui revient à n'en accorder de nouvelles qu'autant qu'il y en aura de vacantes. Comme il a conscience des difficultés que cela entraînerait chez ceux qui les perçoivent au titre de leurs blessures, il propose de remplacer ces pensions par une indemnité versée exclusivement à ceux dont le besoin serait clairement établi[32]. Quant aux officiers de l'artillerie et des galères, le ministre songe à ne régler que les gages de l'office et à supprimer leurs appointements – leurs salaires ne se justifiant plus, selon lui, en temps de paix. Il note ainsi : « cela paraîtra peut-être dur, mais il vaut mieux être bien payé de 1 000 livres que mal de 2 000 livres ».

---

27. *Édit portant suppression de la Caisse des emprunts…*, Paris, 23 août 1715 ; AN, E^{878a}, arrêt du 17 août 1715, f° 378.
28. *Édit portant révocation de la loterie en forme de tontine,* Paris, août 1715.
29. AN, G^7 1903, mémoire de M. Desmaretz, août 1715.
30. AN, G^7 1114-1117, mémoire sur les contrôleurs généraux des Finances, 1728.
31. BnF., ms. fr. 7765, mémoire de M. Desmaretz, 21 février 1715, f° 7.
32. *Ibid*.

Il ajoute : « après tout, quelque envie qu'on ait de ne faire que du bien, il faut pour que tout se soutienne faire des diminutions considérables, et, si on ne les fait pas, tout manquera[33] ». La nécessité fait loi, en quelque sorte. Cette réforme n'est cependant pas appliquée.

Pour équilibrer le budget, Desmaretz entend également libérer 70 000 000 livres de revenus du roi aliénés depuis nombre d'années. En mai 1715, un édit révoque ainsi des milliers d'offices de police économique créés depuis le premier janvier 1689. En juin, ce sont des offices de chancellerie des cours supérieures et des présidiaux, puis, plus tard, des Eaux et forêts[34]. Un des objectifs est de supprimer les exonérations fiscales auxquelles donnent droit certaines de ces charges. Poursuivant dans cette voie, le ministre restreint en août le nombre de bénéficiaires d'exemption de taille : abolition générale des anoblissements par lettre et des privilèges de noblesse attribués depuis 1689 à certains offices, suppression de tous ces privilèges pour les offices ayant une valeur d'achat inférieure à 10 000 livres[35].

La dernière solution examinée par Desmaretz consiste à augmenter les revenus du monarque afin de dégager un surplus suffisant qui puisse non seulement permettre à l'État de fonctionner sans recourir à l'emprunt, mais aussi d'amorcer un amortissement de la dette. Il envisage plusieurs hypothèses. La plus évidente est de procéder à une hausse des contributions extraordinaires mises en place pendant la guerre[36]. Ce scénario n'apparaît toutefois pas viable pour réduire le manque à gagner, car la capitation comme le dixième ne rapportent tout simplement pas assez. Il souligne, entre autres, la faible rentabilité de la capitation en raison des exemptions accordées par les « magistrats » à leurs parents et amis[37].

Une alternative consisterait à créer un nouveau subside versé par tous qui remplacerait capitation et dixième. Cette solution présenterait l'avantage d'être calibrée pour correspondre aux dépenses annuelles et pour acquitter une partie des dettes. La difficulté réside dans le temps nécessaire pour établir les rôles fiscaux, ne serait-ce qu'en raison du cas sensible des privilégiés. Aussi,

---

33. AN, G^7 1903, mémoire de M. Desmaretz, août 1715.
34. Olivier Poncet, « Une sortie de guerre. Le pouvoir royal et les offices de police économique à Paris (1715-1730) », *in* Françoise Hildescheimer, Stéphane Blond, *Quand la guerre se retire…*, La Roche-sur-Yon, Presses universitaires de l'ICES/Publisud, 2012, p. 153-194.
35. AN, G^7 1903, mémoire de M. Desmaretz, 20 février 1715 ; Gary B. McCollim, *Louis's XIV Assault on Privilege. Nicolas Desmaretz and the Tax on Wealth*, Rochester, University of Rochester Press, 2012.
36. F. Forbonnais, *Recherches et considérations sur les finances*, *op. cit*.
37. AN, G^7 1903, mémoires de M. Desmaretz, janvier 1715 et 20 février 1715.

Desmaretz relève une contradiction entre le moyen proposé et le tempo adopté. Ce prélèvement inédit provoquerait de plus des résistances non seulement parce que le soulagement promis par Louis XIV à ses sujets une fois la paix venue serait compromis, mais aussi en raison de son assiette universelle qui serait mal acceptée par toute une frange de la société[38]. Il atténue, cependant, cette première opinion dans un autre rapport où, plus machiavélique, il confie : « on convient que les sujets se trouveraient peu soulagés ; mais la mutation du nom par rapport aux impositions [supprimées] et la juste répartition qui en serait faite empêcheraient peut-être les plaintes que feraient les peuples[39]. » Pour rendre possible le consentement à l'impôt des sujets, il compte sur un fétiche (la disparition formelle des noms de dixième et de capitation) et sur le sentiment d'injustice ressentie depuis des années par les masses au regard de l'absence de péréquation dans la distribution des charges fiscales. L'argument se révèle éminemment politique puisqu'il joue clairement ici les taillables contre les privilégiés.

Un autre scénario plus original se dessine pourtant : s'inspirant comme il l'écrit lui-même de ce qui se pratique en Allemagne, en Hollande et en Angleterre pour régler les dettes accumulées pendant la guerre, Desmaretz propose une contribution frappant « le clergé, les pays d'états, les villes, provinces et généralités ». Il s'agit de pressurer cette fois les corps intermédiaires. Ce dispositif est pour le moins hypocrite puisqu'il n'envisage jamais que ceux-ci puissent répercuter d'une manière ou d'une autre la somme prélevée sur leurs administrés. L'État leur laisse prendre leurs responsabilités fiscales tout en affichant le respect de la parole donnée par la suppression, comme promis, du dixième et de la capitation 6 mois après la publication de la paix. Notons que jamais le contrôleur général n'évoque une quelconque réunion des États-Généraux pour obtenir l'assentiment symbolique des sujets, alors qu'il veut procéder à un transfert de charge qui ne dit pas son nom entre le pouvoir central et les autorités locales[40]. Cette déconcentration du service de la dette libérerait instantanément le Trésor royal de ces versements, lui permettant d'utiliser ses fonds autrement. Les états provinciaux ou les municipalités disposant d'une meilleure réputation financière que le souverain, il n'y aurait de toute façon pas de protestation de la part des créanciers du roi.

Convaincu que ce plan mérite réflexion, Desmaretz s'en ouvre à M. de Saint-Contest, intendant de Metz, en janvier 1715 : il lui explique qu'il souhaite

38. AN, G^7 1903, mémoire de M. Desmaretz, janvier 1715.
39. AN, G^7 1903, mémoire de M. Desmaretz, 20 février 1715.
40. Ar. MAE, mémoires et documents, France, 137, f° 44.

« rejeter » le paiement des dettes sur les provinces en établissant un nouveau tribut, dont l'assiette serait déterminée localement par des personnes choisies dans les trois ordres[41]. Dans un autre mémoire, il dévoile un peu plus ses intentions : pour que la taxe soit tolérée, il faut éviter que des financiers n'interviennent dans sa levée. C'est pourquoi ce sont deux ou trois membres du clergé, de la noblesse et du tiers état qui doivent se charger de « l'entière direction des deniers de l'impôt[42] ». Cela introduit l'idée que ce subside, pour être accepté, doit être contrôlé par des représentants des contribuables. En d'autres termes, l'exercice de la souveraineté royale ne suffit plus à justifier l'impôt. Desmaretz s'inspire ici du système des états provinciaux et contraint les notables locaux à assumer une tâche au demeurant fort ingrate.

Deuxième originalité du projet, après la validation par des commissaires du Conseil des demandes de règlement, le créancier choisit sur quelle province son paiement doit être assigné. Il délivre alors sa quittance au Trésor royal, qui prend contact avec des délégués élus par des assemblées de chaque ville afin qu'ils acceptent formellement de prendre en charge cette dette. Desmaretz instaure ainsi une véritable contractualisation des relations entre créanciers, gouvernement et autorités locales dans le domaine fiscal. Cette organisation paraît bien utopique, mais Desmaretz demande néanmoins à l'intendant de Metz de réaliser une simulation en partant de l'exemple de sa généralité. Il s'adresse à lui, car ce dernier a été un des plénipotentiaires français à la conférence de paix de Baden. Il a eu à cette occasion des discussions avec le prince Eugène portant sur les méthodes employées par l'empereur pour amortir les dettes de guerre. Ces réunions internationales sont aussi des lieux de transferts culturels, dans la mesure où les émissaires des gouvernements comparent leurs techniques financières[43]. Ce qui intéresse ici Desmaretz n'est pourtant pas le bien-fondé de la solution fiscale adoptée par l'empereur, puisqu'il en est déjà convaincu. Ce qui lui pose réellement problème, en revanche, est sa faisabilité. Le diagnostic de l'intendant doit répondre à cette préoccupation.

Celui-ci pense que sa généralité peut prendre à sa charge 8 millions de livres de dettes royales sous forme de rente au denier 25 (4 %). Ce calcul se fonde sur le revenu net dégagé par le paiement annuel de la capitation et du dixième, qu'il

41. BnF, ms. fr. 7767, lettre de N. Desmaretz à M. de Saint-Contest, 13 janvier 1715, f° 158.
42. Ar. MAE, mémoires et documents, France, 137, mémoire de la main de M. Desmaretz, f° 42.
43. « L'empereur après la paix de Baden vient de remettre à ses pays héréditaires les demandes extraordinaires de finances qu'il avait été obligé de leur faire pendant la guerre, mais en même temps il charge ces mêmes états d'acquitter les dettes contractées pour soutenir la guerre qui les cause, et chaque province proportionnellement à ses forces, et à sa portée doit payer une partie de ces dettes à la décharge de Sa Majesté. » BnF, ms. fr. 7767, lettre de M. de Saint-Contest à N. Desmaretz, f° 152.

estime à environ 640 000 livres (378 000 livres pour la capitation, 260 000 livres pour le dixième). Il souhaite maintenir ce niveau d'imposition et abandonner aux autorités locales le soin de prélever ces taxes jusqu'à extinction des dettes, quitte à changer leurs noms. L'intendant admet toutefois qu'il convient de laisser chacune des provinces du royaume libre de déterminer les procédés qu'elle jugera aptes pour régler sa part du passif royal. Cette autonomie, si elle permet une grande souplesse, suppose néanmoins de respecter un protocole d'accord avec l'État. Avant de supprimer capitation et dixième, les provinces devront donc faire approuver leur plan de remboursement par le pouvoir central afin que celui-ci soit sûr du respect des engagements pris.

Revenons au cas de Metz. M. de Saint-Contest fixe un calendrier d'amortissement de la dette sur 18 ans, ce qui paraît plutôt court. La première année, il divise son revenu de 640 000 livres en deux portions égales. Il utilise 320 000 livres à payer l'intérêt à 4 % des 8 millions de livres, l'autre moitié servant à acquitter une partie du principal. Par cette méthode, il réduit le capital à rembourser la seconde année à 7 680 000 de livres. Par conséquent, le montant des intérêts à régler cette année-là se trouve également allégé (307 200 livres), ce qui signifie que l'on peut désormais consacrer 333 000 livres à liquider le principal et non 320 000 livres. Le cercle vertueux se répète ainsi chaque année jusqu'à extinction complète de la dette[44]. En fait, l'intendant s'inspire en partie du système mis au point en octobre 1710 concernant le doublement des octrois[45]. Il est difficile de savoir si le ministre a été séduit par ce mode opératoire, mais ce projet est finalement abandonné.

En définitive, pour résoudre l'équation difficile auquel il doit faire face, Desmaretz présente une synthèse des recommandations à l'étude[46]. Première idée : il faut renoncer à la promesse du roi et poursuivre les impositions extraordinaires jusqu'à ce que le Trésor soit libéré de ses engagements. Les rôles étant déjà confectionnés, le bénéfice apparaît immédiat. Desmaretz envisage que ces contributions deviennent perpétuelles, ce qui permettrait de stabiliser les prélèvements. De toute manière, il milite pour que, contrairement à ses habitudes, l'État ne sous-estime auprès du public ni ses besoins ni le poids de sa fiscalité. Il considère qu'il est « quelquefois plus à propos de dire tous ses besoins, que de les cacher, et, quand on prend un parti sur une situation connue, il paraît dangereux de promettre ce que l'on sait que l'on ne pourra pas tenir[47]. »

44. *Ibid*.
45. S. Guerre, *Nicolas Desmaretz…, op. cit.*
46. AN, G^7 1903, mémoire de M. Desmaretz, 20 février 1715.
47. *Ibid.*

Il instaure par là même un nouveau lien de confiance entre le souverain et les sujets contribuables :

> « Il semble que pour établir une entière confiance il serait bon de donner une forme nouvelle aux impositions. Par cet effet il faudrait un édit qui explique les motifs de ces dispositions de manière à ce que le public soit persuadé de la vérité et qu'il ne puisse douter de l'usage. À l'égard des motifs, il faut parler des dettes et sans en faire une énumération trop précise faire sentir la nécessité de pourvoir au paiement et la volonté de le faire avec sûreté pour le créancier[48]. »

Il fonde le consentement à l'impôt sur la raison et non plus sur de fausses espérances. Il souhaite fournir aux sujets des éléments d'explication qui leur donnent les moyens de comprendre la nécessité de la taxation sans pour autant mentir sur sa durée. Si on est loin encore de l'idée de l'impôt-citoyen telle que formulée à la fin du XVIII^e^ siècle, au vu des fonctions occupées par Desmaretz, il s'agit indéniablement d'une avancée vers plus de transparence.

Deuxième idée : il propose de rayer d'un trait de plume les rachats de la capitation, mais aussi les abonnements ou affranchissements accordés pour le dixième. Dès lors, plus aucune exception fiscale ne serait tolérée. Indéniablement, il s'agit ici d'entreprendre une réforme à haut risque alors que la guerre ne justifie plus une telle sévérité. Le ministre considère toutefois que la rigueur propre au temps de guerre persiste dans la paix tant que les dettes qu'elle a entraînées ne sont pas réglées : il aurait ainsi expliqué au roi que « les dettes de l'État étaient une espèce de continuation de guerre dans le royaume[49] ». Le silence des armes ne clôt donc pas le cycle de Mars tant que les comptes ne sont pas apurés.

Troisième moyen envisagé : si le dixième et la capitation ne répondent pas aux exigences et ne génèrent pas les revenus suffisants, il suggère alors d'ajouter un supplément d'imposition sur toutes les provinces[50]. Il estime le produit de la capitation sans les affranchissements à 32 000 000 de livres, celui du dixième réformé à 25 000 000 de livres. Il pense donc qu'il faudra répartir 13 000 000 de livres de taxes complémentaires sur les provinces pour arriver aux 70 000 000 livres qu'il juge nécessaires pour déjà aligner les revenus sur les dépenses. En mai, on débat toujours visiblement de la création d'un subside extraordinaire se substituant à la capitation et du dixième, mais le 9 juillet le monarque tranche[51] :

---

48. Ar. MAE, mémoires et documents, France, 137, mémoire de la main de M. Desmaretz, f° 42.
49. AN, G^7^ 1114-1117, lettre de M. De La Croix à M. Des Forts, 13 juillet 1726, f° 42-43.
50. AN, G^7^ 1903, mémoire de M. Desmaretz, 20 février 1715.
51. BnF, ms. fr. 7765, mémoire de M. Desmaretz, 1^er^ mai 1715, f° 20.

> « Le feu roi dit à M. Desmaretz à la fin de la dernière guerre qu'il s'était engagé par les édits d'établissement de la capitation et du dixième de supprimer ces deux impositions après la paix, et qu'il voulait tenir sa parole pour soulager ses sujets ; M. Desmaretz lui représenta […] qu'il était obligé de rembourser ces sujets qui lui avaient prêté pour la soutenir [la guerre], que l'État devait rembourser les dettes de l'État, qu'il serait nécessaire de substituer une autre imposition pour payer ces dettes, au lieu des deux qui étaient établies, ce qui serait difficile et plus à charge de ses peuples, de sorte que ce n'était plus qu'une question de nom ; ce qui détermina le roi à consentir la continuation de ces deux impositions pendant un temps suffisant pour acquitter les dettes de l'État[52] ».

Une déclaration en date du 9 juillet 1715 proroge donc la capitation et le dixième le temps nécessaire pour acquitter les dettes contractées pendant la guerre et rendre libres les revenus du monarque aliénés depuis 1689. Par cette clause, le roi s'engage auprès du peuple à « flécher » en quelque sorte cette ressource[53]. La prorogation du dixième sera pourtant abolie par le Régent en août 1717. Il se produit alors une réaction qui justifie après-coup le choix de Desmaretz de maintenir l'impôt. Les privilégiés avaient pour beaucoup résisté à ce prélèvement et les arriérés s'accumulaient. À l'annonce de sa disparition, tous ceux qui avaient refusé de le régler se voient conforter dans leur persévérance. Il devient donc extrêmement difficile pour le gouvernement de récupérer les sommes en retard de paiement[54]. En conservant le dixième et en exerçant une pression intacte sur les récalcitrants., Desmaretz avait évité cette situation.

Le maintien des contributions de guerre lui permet, en outre, de prendre une nouvelle initiative : le 30 août 1715, le dernier édit du règne enregistré au Parlement crée des rentes héréditaires au denier 20 remboursables d'année en année pour amortir les dettes de l'État. Ces rentes sont gagées sur les revenus tirés de la capitation et du dixième des pays d'états, de Provence, de Lyon et de Paris. Une valeur de 4 millions de livres par an se trouve affectée au versement des arrérages et aux remboursements des principaux[55]. Desmaretz reprend ici

---

52. AN, G^7 1114-1117, lettre de M. De La Croix à M. Des Forts, 13 juillet 1726, f° 42-43.

53. Pour faire accepter sa volte-face, le roi accorde quelques concessions telle l'extinction de tous les recouvrements extraordinaires et traités faits avant le premier janvier 1713. Cette promesse ne sera cependant pas mise en œuvre.

54. Maurice Houques-Fourcade, *Histoire du dixième et du cinquantième*. *Leur application dans la généralité de Guyenne*, Bordeaux, Imprimerie Cadaret, 1889.

55. 800 000 livres par an pour le Languedoc, 1 million par an pour la Bretagne, 600 000 par an pour la Bourgogne, 200 000 livres par an pour l'Artois, 400 000 par an pour la Provence, 600 000 livres par an pour Paris et 400 000 livres par an pour Lyon. *Édit [..] portant création de 2 000 000 de rentes héréditaires au denier 20*..., Paris, août 1715.

le système de M. de Saint-Contest : on divise le solde en deux parts égales de 2 millions pour régler l'intérêt et une partie du capital. Ainsi, en réduisant ce dernier, on allège les arrérages l'année suivante, ce qui permet de rembourser un peu plus de principal. Toutes ces rentes sont en réalité cédées aux autorités locales : il s'agit d'une vente forcée et d'un transfert, comme le souhaitait Desmaretz, d'une portion de la dette sur les provinces[56]. L'État reçoit rapidement 40 millions de livres en contrepartie, et aliène deux taxes qu'il devait abolir – ce qui s'appelle faire une bonne affaire.

Conclusion

Un véritable abîme s'ouvre quand il s'agit d'identifier ce qu'est la dette publique à la mort de Louis XIV. Son montant total, comme ses composantes, font l'objet de débats dès le XVIII[e] siècle, car, comme à des périodes plus contemporaines, sa définition est autant financière que politique. La dette devient dès lors le révélateur et même l'étalon de vérité des bonnes pratiques gouvernementales, au point de susciter des justifications officielles auprès du public, tels le compte rendu au Régent de Desmaretz publié en 1716 ou l'*État général des dettes de l'État*, précédemment cité, et destiné à mettre en valeur la politique de désendettement de Law.

Politique est également la manière de considérer la question de son remboursement. Desmaretz, de ce point de vue, introduit un discours relativement nouveau à ce niveau de responsabilité en proclamant pour le roi débiteur l'urgence de respecter ses engagements vis-à-vis de ses créanciers. Jusqu'alors, il était aisé pour le pouvoir d'imposer des conditions rétroactives, voire d'assumer des banqueroutes. Ce n'est pas la voie suivie par le ministre qui, loin de dénoncer la dette par quelque chambre de Justice, fait de son règlement une démonstration de puissance. Le paradoxe est qu'en tenant ce discours de fermeté, il dessine indirectement un nouvel espace politique où une portion de la société au nom des créances impayées se voit reconnaître le droit de faire valoir un intérêt autonome, voire contradictoire, avec celui immédiat du prince et, ce faisant, de lui en réclamer légitimement des comptes. De ce point de vue, apparaît sous la plume du ministre, à travers le prisme de la dette, une demande de rééquilibrage

56. *Édit [...] portant...*, *op. cit.*, 8 millions de livres pour le Languedoc pour 400 000 livres de rentes, 10 millions pour la Bretagne pour 500 000 livres de rentes, 6 millions pour la Bourgogne pour 300 000 livres de rentes, 2 millions pour l'Artois pour 100 000 livres de rentes, 4 millions de livres pour la Provence pour 200 000 livres de rentes, 6 millions pour Paris pour 300 000 livres de rentes et 4 millions de livres pour Lyon pour 200 000 livres de rentes.

des rapports entre État et société qui, à l'orée d'un siècle qui n'est pas encore totalement celui des Lumières, est loin d'être anodin. Ce rééquilibrage se manifeste entre autres par une volonté de transparence plus importante, contrepartie nécessaire au maintien d'impôts universels qui touchent désormais une société dont le consentement fiscal ne saurait se réduire en temps de paix à l'exercice de la seule contrainte.

LES POLITIQUES DE CRÉDIT ET DE DÉFAUT : LES FINANCES PUBLIQUES ET LES RÉVOLUTIONS SUÉDOISES DE 1719 ET DE 1809

Peter ERICSSON et Patrik WINTON

Introduction : les aspects économiques de la politique et les aspects politiques de l'économie

Dans cet article, nous allons explorer le rôle qu'a joué la dette publique dans deux révolutions politiques survenues en Suède au XVIII^e^ siècle et au début du XIX^e^ siècle. Le premier de ces bouleversements fut le passage du régime monarchique absolu de Charles XII à un régime parlementaire, survenu en 1719, à la fin de la grande guerre du Nord. Le second fut le coup d'État contre le roi Gustave IV Adolphe en 1809 et la mise en place d'un nouveau régime sous la pression des guerres napoléoniennes. Ces deux révolutions s'accompagnèrent de défauts partiels :

– en 1719, une majeure partie de la dette intérieure fut liquidée ;

– en 1812, les deux tiers de la dette extérieure furent annulés.

Dans les deux cas également, la guerre entraîna la renégociation des relations politiques entre le pouvoir royal et l'élite. La décision d'entrer en guerre dépendait bien sûr de la volonté politique de le faire, mais aussi des ressources disponibles, lesquelles étaient de plus en plus fonction, à compter du début du XVIII^e^ siècle, du crédit et de la capacité à emprunter. Avec la création des emprunts publics, un nombre croissant de personnes se mit à jouer un rôle économique dans l'avenir du pays, processus généralement qualifié de « révolution financière ». Ainsi, la dette publique eut des conséquences politiques et économiques. Par conséquent, la gestion de la dette par les régimes politiques ne devrait pas seulement être considérée comme le fruit de considérations financières, mais plutôt comme le résultat de stratégies et d'objectifs politiques multiples[1].

---

1. Peter Georg Muir Dickson, *The financial revolution in England. A study in the development of public credit, 1688-1756*, Londres, Macmillan, 1967 ; Larry Neal, « How it all began: The monetary and financial architecture of Europe during the first global capital markets, 1648-1815 », *Financial History Review*, vol. 7, 2000 ; David Stasavage, *Public debt and the birth of the democratic state in early modern Europe*, Cambridge, Cambridge University Press, 2003 ; Michael Sonenscher, *Before the deluge: Public debt, inequality, and the intellectual origins of the French Revolution*, Princeton, Princeton University Press, 2007 ; Caroline Van Rijckeghem & Beatrice Weder, « Political institutions and debt crises », *Public Choice*, vol. 138, 2009 ; Mark Dincecco, *Political transformations and public finances: Europe, 1650-1913*, Cambridge, Cambridge University Press, 2011.

L'historiographie suédoise a pour habitude d'intégrer ces deux révolutions dans une sorte de « *conception whig* » de l'histoire nationale, et ce quels que soient le positionnement idéologique de l'auteur ou l'école de pensée à laquelle il appartient. Ces révolutions sont généralement interprétées à la lumière des progrès démocratiques accomplis au XX^e^ siècle. Les événements de 1719 se sont vus qualifiés de prémices du régime parlementaire, tandis que ceux de 1809 sont considérés comme l'origine de la séparation des pouvoirs au sein de l'État suédois moderne[2]. En outre, il n'est pas rare que les conséquences politiques de ces deux révolutions soient expliquées par des défauts de caractère des rois destitués. Charles XII a été présenté comme un belliciste irréaliste et Gustave IV Adolphe a souvent été décrit comme émotionnellement instable, voire fou. Les questions constitutionnelles sont donc au cœur des discussions des historiens, tandis que les aspects économiques brillent par leur absence. Lorsque les finances publiques sont évoquées, les arguments généralement avancés sont que les terres étaient épuisées et que les caisses de l'État étaient vides[3]. Or, ce raisonnement pose problème, car il ne tient pas compte du rôle du crédit ni des liens entre l'emprunt public, les politiques mises en œuvre et la légitimité des gouvernants. En comparant les défauts partiels de 1719 et 1812, nous mettrons en lumière le rôle crucial qu'ont joué les discussions sur la dette publique dans la formation des nouveaux régimes ainsi que dans les relations entre l'État et l'élite. Cela nous amènera non seulement à proposer une nouvelle interprétation des événements survenus en 1719 et entre 1809 et 1812, mais cela influencera également le débat universitaire sur les mécanismes politiques qui mènent au défaut.

I. LE FINANCEMENT DE LA GRANDE GUERRE DU NORD

De 1700 à 1721, la grande guerre du Nord opposa la Suède à une coalition composée principalement du Danemark, de la Pologne et de la Saxe réunies,

---

2. Fredrik Lagerroth, *Frihetstidens författning. En studie i den svenska konstitutionalismens historia*, Stockholm, Albert Bonniers förlag, 1915, p. 254 ; Emma Rönström, « Forskardebatten kring 1809 års regeringsform – Till frågan om grundlagens härkomst », *Statsvetenskaplig tidskrift*, n° 100, 1997, p. 448-467 ; Anders Sundin, *1809. Statskuppen och regeringsformens tillkomst som tolkningsprocess*, Uppsala, Acta Universitatis Upsaliensis, 2006, p. 14-21.

3. Fredrik Lagerroth, *Statsreglering och finansförvaltning i Sverige till och med frihetstidens ingång,* Lund, Fahlbeckska stiftelsen, 1928, p. 204-214 ; Sten Carlsson, *Gustaf IV Adolfs fall. Krisen i riksstyrelsen, konspirationerna och statsvälvningen (1807-1809)*, Lund, Gleerup, 1944, p. 193-204 ; Jonas Nordin, *Frihetstidens monarki. Konungamakt och offentlighet i 1700-talets Sverige*, Stockholm, Atlantis, 2009, p. 25 ; Klas Nyberg, « The early modern financial system and the informal credit market », *in* Anders Ögren (dir.), *The Swedish Financial Revolution*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2010, p. 17.

ainsi que de la Russie, pour le contrôle de la mer Baltique. La Suède finança ses neuf premières années de guerre par des moyens traditionnels, à savoir l'impôt complété par des prêts octroyés par la Banque de Suède et par des marchands et garantis par des droits de douane. Mais les coûteuses campagnes furent avant tout financées par le théâtre des opérations, soit en définitive par les peuples de Pologne, de Saxe et de Russie[4]. Après la bataille de Poltava, en 1709, et la perte de toute l'armée de campagne, ce système ne pouvait plus être maintenu. Toutefois, une nouvelle armée fut mise sur pied et la guerre se poursuivit. Charles XII, qui avait trouvé refuge dans l'Empire ottoman après la défaite de Poltava, y demeura pour tenter de former une alliance avec les Turcs contre la Russie. Cependant, le Conseil royal à Stockholm souhaitait quant à lui accepter la médiation des Britanniques et conclure la paix. Ainsi, les deux stratégies s'annulèrent. La nouvelle armée fut contrainte de capituler en mai 1713. La guerre devait désormais être financée à partir des seules ressources du pays.

À partir de ce moment, l'État suédois passa d'une économie de guerre fondée sur l'impôt à un système de financement de la guerre s'appuyant sur le crédit. Cette transition ne fut toutefois pas instantanée. Dès 1709, les prêts accordés par la Banque de Suède augmentèrent. De grandes pièces de monnaie rectangulaires contenant une proportion importante de cuivre furent émises. Les Églises qui disposaient de fonds furent forcées à consentir des prêts à l'État. Les traitements des fonctionnaires et, dans une moindre mesure, des militaires furent également souvent versés en retard. Des dettes considérables s'accumulèrent du fait des retards de paiement et de l'émission de billets à ordre pour l'achat d'équipements militaires, en particulier pour le transport des troupes[5]. Il en résulta une importante dette flottante. Il est à noter que tous ces prêts furent accordés par des créanciers suédois.

Pour résoudre ces difficultés, une méthode de financement de la guerre complètement nouvelle fut instaurée en 1715, fondée sur l'émission d'obligations d'État portant intérêt, qui pouvaient être revendues sur un marché secondaire. Officiellement, ces obligations étaient émises non par le roi ou par l'État, mais par

---

4. F. Lagerroth, *Statsreglering och…*, *op. cit.*, p. 154-163 ; Hans Landberg et *al.*, *Det kontinentala krigets ekonomi. Studier i krigsfinansiering under svensk stormaktstid*, Uppsala, Acta Universitatis Upsaliensis, 1971 ; Jan Lindegren, « Karl XII », *in* Anders Florén, Stellan Dahlgren & Jan Lindegren (dir.), *Kungar och krigare*, Stockholm, Atlantis, 1992, p. 163-210.

5. Erik Neumann, « Om centralförvaltningen under Karl XII:s tid », *in* Samuel S. Bring (dir.), *Karl XII: till 200-årsdagen av hans död*, Stockholm, Norstedt, 1918, p. 552 ; Sven Brisman, *Sveriges Riksbank 1668-1918. Bankens tillkomst och verksamhet,* vol. 1, Stockholm, Norstedt, 1918, p. 213-223 ; Gösta Lindeberg, *Svensk ekonomisk politik under den Görtzska perioden*, Lund, Gleerup, 1941, p. 77-78 ; Peter Ericsson, *Stora nordiska kriget förklarat. Karl XII och det ideologiska tilltalet*, Uppsala, Acta Universitatis Upsaliensis, 2002, p. 209-211.

le Riksdag, l'assemblée représentative du royaume constituée de représentants des quatre ordres ou états (noblesse, clergé, bourgeoisie et paysannerie). Cette solution financière fut adoptée sous l'influence du favori de Charles XII, le baron Georg Heinrich von Görtz, dont le système financier s'inspirait de la pensée économique de John Law et des pratiques de crédits et de fiscalité français – ce qui n'a pas été relevé par les travaux de recherche précédents.

La réputation de Law s'est radicalement transformée ces 20 dernières années : auparavant qualifié d'aventurier et d'escroc, celui-ci est désormais considéré comme un théoricien économique et un responsable politique hors pair. Law fut étonnamment moderne dans son approche, en introduisant des concepts tels que l'offre et la demande de monnaie, et se fit l'avocat d'un système de papier-monnaie non garanti par des dépôts de métaux précieux[6]. Comme Law, Görtz eut la réputation d'être un joueur et un imposteur. Cependant, si le système de la Compagnie du Mississippi s'effondra principalement en raison d'un emballement provoqué par la spéculation privée, les revers de Görtz et de sa politique économique furent plus clairement le résultat de décisions politiques.

Au départ, l'objectif de Görtz était de créer une société privée qui reprendrait à son compte la dette publique de la Suède. Les investisseurs devaient être principalement des marchands hollandais et les titres devaient être libellés dans une unité monétaire valable à l'étranger, le Reichsthaler. Il était prévu qu'un impôt spécial serait prélevé pour servir les intérêts et rembourser le capital et que les titres seraient garantis par l'ensemble des biens meubles et immeubles du royaume, ce qui, en théorie, signifiait que chaque contribuable suédois pourrait être appelé à payer ses impôts directement au détenteur d'un titre – une situation qui ne devait toutefois se produire que très rarement[7]. En réalité, cela revenait à demander à l'ensemble de la population d'avoir confiance en la capacité du gouvernement à remplir ses obligations. L'investissement dans la société, dénommée Peterman & Comp., serait aussi encouragé par l'octroi de conditions d'importation favorables sur le minerai d'argent et d'un monopole sur la frappe de la monnaie à partir de ce même métal. Les investisseurs pourraient en outre exporter des marchandises suédoises, en particulier le fer, à des conditions préférentielles. Ces projets furent toutefois réduits à néant, car la guerre rendait ces investissements trop risqués, aussi bien sur le plan financier que politique[8]. À la place d'une société privée, un nouvel organisme public, dénommé

6. Antoin E. Murphy, *John Law: Economic Theorist and Policy-maker*, Oxford, Clarendon, 1997.
7. G. Lindeberg, *Svensk ekonomisk…*, *op. cit.*, p. 85-94.
8. *Ibid.*, p. 119-138 ; Hamish Scott, « The Fiscal-Military State and International Rivalry during the Long Eighteenth Century », *in* Christopher Storrs (dir.), *The Fiscal-Military State in Eighteenth-Century Europe. Essays in honour of P. G. M. Dickson*, Farnham, Ashgate, 2009, p. 34-37.

Upphandlingsdeputationen, fut créé et des obligations d'État furent offertes au public en lieu et place des titres de la société. Dans les années qui suivirent, cet organisme en vint à dominer l'ensemble de l'administration centrale suédoise, en ce que pratiquement toutes les recettes et les dépenses de l'État devaient passer entre ses mains[9].

Les anciens prêts furent obligatoirement échangés contre des obligations. Ces dernières constituaient la clé de voûte du système de Görtz, mais ne suffisaient pas à financer l'effort de guerre ; par ailleurs, leur valeur nominale relativement élevée les rendait malaisées à utiliser comme moyen de paiement. Cela entraîna l'émission de billets de valeur faciale inférieure, mais qui, contrairement aux obligations, ne produisaient pas d'intérêts. Ceux-ci furent abondamment utilisés pour le paiement des commandes publiques, là encore presque exclusivement passées à des fins militaires[10]. Les mêmes observations peuvent être faites au sujet des très grandes quantités de monnaie fiduciaire émises entre 1716 et 1718. Il s'agissait de pièces très légères auxquelles on attribua la même valeur faciale qu'aux pièces rectangulaires plus répandues. Ces pièces étaient retirées de la circulation tous les 6 mois et remplacées par de nouvelles. Peu de temps après leur retrait, les anciennes pièces réapparaissaient, avec une valeur faciale fortement diminuée. Les différentes versions étaient estampillées de motifs distincts pour les différencier. Le volume de monnaie fiduciaire s'accroissait à chaque substitution, mais leur valeur était garantie par le fait qu'une partie des impôts extraordinaires pouvait être payée à l'aide de ces pièces. Il était aussi possible de les échanger contre des billets ou des obligations[11].

Néanmoins, tout comme pour les billets, la monnaie fiduciaire se déprécia par rapport aux pièces rectangulaires. En décembre 1717, les pièces rectangulaires furent dévaluées afin de réduire l'agio[12]. Cependant, la valeur de la monnaie fiduciaire ne s'effondra pas et cette dernière devint même, comme on pouvait s'y attendre, le moyen de paiement le plus répandu à mesure que les « bonnes » pièces étaient retirées de la circulation.

Le montant de la dette publique était donc considérable et ne fit que s'accroître jusqu'à la mort de Charles XII. Ce montant est néanmoins particulièrement difficile à évaluer avec précision. D'anciens travaux de recherche le situent entre 64 et 67 millions de dalers d'argent, ou *daler silvermynt* (d.s.m.), tandis que Jan

9. E. Neumann, « Om centralförvaltningen… », art. cit., p. 552-556 ; G. Lindeberg, *Svensk ekonomisk…*, *op. cit.*, p. 95-106 ; A. E. Murphy, *John Law…*, *op. cit.*, p. 153-163.

10. E. Neumann, *ibid.*, p. 552-553 ; G. Lindeberg, *ibid.*, p. 108-109.

11. Kongl. Maj.ts öpne påbud angående de mynttecken, som af koppar blifwit slagna och myntade – hwilka skola gälla en daler silfwermynt stycket, 8 mars 1716, *Årstrycket*.

12. G. Lindeberg, *Svensk ekonomisk…*, *op. cit.*, p. 146.

Lindegren l'établit à environ 37 millions de d.s.m. en tout. Cet écart s'explique par le fait que les premières estimations tenaient compte de créances qui ne furent comptabilisées qu'après 1719. En outre, Lindegren n'inclut pas dans ses calculs la totalité des moyens de paiement en circulation, mais seulement l'accroissement de la masse monétaire[13].

Cela étant, ces mesures se traduisirent par une formidable injection de liquidités dans la société suédoise des années 1710, encore majoritairement agraire. La quasi-totalité de cet argent fut consacrée au paiement de dépenses militaires. En achetant des services qui étaient, au sens strict, des obligations fiscales, mais en le faisant à très grande échelle, Charles XII parvint à mobiliser une très grande partie de la population à des fins militaires. Cela lui permit non seulement de faire la guerre à presque tous les pays de l'Est et du Nord de l'Europe, mais aussi de lever une troisième armée pour lancer une attaque contre la Norvège, afin de forcer le Danemark à capituler[14].

II. LA RÉVOLUTION ET LE DÉFAUT DE 1719

Ces campagnes militaires tous azimuts étaient impopulaires auprès de l'élite suédoise. Pendant près de deux décennies de guerre, elle avait vu s'accroître les exigences financières de l'État à son égard alors même que les privilèges traditionnels, notamment ceux de la noblesse, étaient mis à mal. En revanche, la Couronne s'était efforcée d'épargner les paysans petits propriétaires terriens, car ils constituaient en effet la majorité des recrues militaires[15]. L'élite n'était pas prête à soutenir une politique dont le but premier était de maintenir la suprématie de la Suède dans la Baltique si cela devait se faire au prix de pertes économiques, d'un régime d'imposition de plus en plus proportionnel et d'une remise en cause progressive de l'ordre social[16].

Dès l'annonce de la mort de Charles XII, l'effort de guerre fut abandonné et Görtz comme le personnel de l'*Upphandlingsdeputationen* furent arrêtés.

---

13. Jonatan Julén, *Om Sveriges statsskuld 1718 och betalningen av densamma*, Göteborg, Göteborgs Kungl. Vetenskaps- och vitthetssamhälle, 1916, p. 23-28 ; Karl Åmark, *Sveriges statsfinanser 1719-1809*, Stockholm, Norstedt, 1961, p. 598-604 ; Jan Lindegren, « Krig och skuld: Den svenska statsskuldens historia ca 1600-1800 », *Kungl. Vetenskapssamhällets i Uppsala årsbok*, vol. 37, 2007-2008, p. 92-101.

14. J. Lindegren, « Karl XII », p. 173-181, 197-216.

15. P. Ericsson, *Stora nordiska…*, *op. cit.*, p. 173-230, 266-269, 276-277.

16. Lennart Thanner, *Revolutionen i Sverige efter Karl XII:s död. Den inre maktkampen under tidigare delen av Ulrica Eleonora d.y:s regering*, Uppsala, Almqvist & Wiksell, 1953, p. 33-47.

La sœur du monarque défunt, Ulrique-Éléonore, déclara son intention de monter sur le trône et de mettre fin au régime autocratique. En réalité, cette décision résultait de négociations informelles en vertu desquelles le parti hessois (dénommé ainsi car le prince consort, le futur Frédéric I[er], était le fils du landgrave de Hesse) avait obtenu l'indispensable soutien de l'armée. Il semble que l'opposition, c'est-à-dire le parti holsteinois, qui soutenait les prétentions au trône de Charles-Frédéric de Holstein-Gottorp, fils de l'autre sœur de Charles XII, ait été prise de court par le décès de Charles XII. Elle fut également marginalisée à la suite de l'arrestation de Görtz, qui était son principal représentant. À l'ouverture de la session du Riksdag, la succession fut la première question abordée. Ulrique-Éléonore ayant renoncé à son droit héréditaire au trône, elle fut élue reine par le Riksdag en janvier 1719, à la condition qu'elle soutienne les changements constitutionnels imminents. Görtz fut tenu responsable des malheurs causés par les politiques bellicistes. Après un simulacre de procès, il fut condamné à mort et exécuté, victime de ce qu'on ne peut qualifier que de meurtre judiciaire. Les ressorts de ces événements furent sans conteste les intérêts de l'aristocratie. Celle-ci souhaitait très probablement l'instauration d'un gouvernement placé sous l'égide du Conseil royal, organe consultatif composé de membres de la haute aristocratie nommés par le roi et ne rendant compte qu'à ce dernier. En cas de vacance du pouvoir ou de minorité du souverain, le Conseil exerçait le pouvoir exécutif. En définitive, une réforme de la procédure de vote au sein de l'ordre de la noblesse donna davantage d'influence à la petite aristocratie et le centre du pouvoir se déplaça du Conseil au Riksdag, et plus particulièrement à sa commission secrète[17]. Composée de 50 membres de la noblesse et de 25 représentants de chacun des ordres du clergé et de la bourgeoisie, cette commission s'occupait principalement de politique étrangère et de finances. Les intérêts de la noblesse dominaient donc la sphère politique, mais pas nécessairement ceux de la haute aristocratie.

L'ordre de la paysannerie, qui représentait plus de 90 % de la population, ne joua aucun rôle dans cette révolution. De fait, il y était opposé. Mais les paysans étaient politiquement marginalisés : ils n'étaient pas représentés dans la commission secrète et n'étaient parfois même pas informés des décisions qu'elle prenait. Néanmoins, les règlements et ordonnances étaient émis au nom de tous les ordres, et un grand nombre de ces textes portaient sur des questions d'une importance cruciale pour la paysannerie. Lors des sessions du Riksdag de 1720 et de 1723, l'ordre de la paysannerie se plaignit officiellement de ne

17. L. Thanner, *Revolutionen i*…, *op. cit.*, p. 73-78, 82-84, 91-92, 136-137, 191-192, 293.

pas avoir été consulté au sujet de l'élaboration de la nouvelle constitution. Il considérait que le roi devait jouir des mêmes pouvoirs et prérogatives que les précédents monarques, afin d'être en mesure de protéger « le pauvre aussi bien que le riche[18] ». Ses arguments ne furent toutefois pas entendus.

La mise à l'écart politique de la paysannerie toucha également les questions fiscales et monétaires. Le fait que les paysans aient été peu ou prou épargnés par les impositions excessives des années 1710 explique, selon toute vraisemblance, pourquoi l'ordre de la paysannerie demanda que l'impôt extraordinaire fût prélevé dans les mêmes conditions que les années précédentes, c'est-à-dire lorsque la charge financière liée à la guerre atteignait son paroxysme. Les autres ordres refusèrent. À la place, les impôts réclamés à la noblesse et aux autres personnes de haut rang furent réduits de manière drastique, et ce bien que la guerre fît encore rage. Les prélèvements sur les domaines détenus par les nobles furent réduits à un tiers du montant des années antérieures et l'impôt total dû par les bourgeois fut ramené à moins d'un quart de ce qu'il était précédemment[19].

La tendance à favoriser l'élite traditionnelle et à reporter la charge sur les moins fortunés fut peut-être encore plus évidente dans la manière dont la dette publique fut gérée. Jusqu'à la mort de Charles XII, la monnaie fiduciaire et les billets valaient moins que leur valeur faciale. Ils furent cependant utilisés comme moyens de paiement jusqu'à ce que des doutes surgissent sur la volonté ou la capacité du nouveau régime à garantir leur valeur. Le 11 décembre 1718, une ordonnance fut promulguée au nom d'Ulrique-Éléonore : elle interdisait à quiconque de refuser de la monnaie fiduciaire ou des billets à titre de paiement ou d'augmenter le prix d'une marchandise lorsqu'un acheteur offrait de payer par ce moyen. Cette ordonnance prévoyait également que ces pièces et billets seraient retirés de la circulation et remplacés par une monnaie plus fiable. Rien n'était dit cependant sur le taux de change qui s'appliquerait lors de cette substitution[20]. L'ordonnance fut lue à la population depuis les chaires des églises

---

18. « Bondeståndets memorial till SU… », 13/5/1719 ; « Bondeståndet med nödiga påminnelser… », 29/5, 1719 ; Theodor Westrin (dir.), *Svenska riksdagsakter jämte andra handlingar som höra till statsförfattningens historia. Ser. 2, Tidehvarfvet 1719-1800, D. 1, 1719-1723*, Stockholm, 1909, p. 65-67 ; « Bondeståndets påminnelser vid regeringsformen », 21/4, 1719 ; « Håkan Olofssons skrift om ökad konungamakt », 12/7, 1720 ; « Skrift om ökad konungamakt » (odat.), 1723, Sten Landahl (dir.), *Bondeståndets riksdagsprotokoll 1, 1720-1727*, Stockholm, 1939, p. 83-84.

19. Reinhold Gustaf Modée, *Utdrag utur alle ifrån 1718 utkomne Publique Handlingar, Placater, Förordningar, Resolutioner och Publicationer*, Stockholm, 1742, p. 67-70, 145-148, 383-384, 665-666 ; K. Åmark, *Sveriges statsfinanser…, op. cit.*, p. 531.

20. Hennes Kongl. Maj:ts Nådige Placat, angående Myntte cknens och Ständernas mindre Sedlars owägerlige emottangande, tils dess annat redbart Mynt blifwer anskaffade, 11 décembre 1718, *Årstrycket.*

et l'on peut se demander si elle ne contribua pas à aggraver la situation, étant donné qu'elle ne précisait pas ce que le gouvernement comptait faire pour enrayer la dépréciation de la monnaie fiduciaire.

Les spéculations sur l'éventualité d'un défaut de l'État allèrent apparemment bon train dès l'ouverture de la session du Riksdag de janvier 1719. En février, une délégation des trois ordres inférieurs demanda à la noblesse de s'engager à rendre à la monnaie sa valeur, car il était impossible d'acheter quoi que ce fût avec elle. Elle se plaignit également que les paysans ne disposaient d'aucune autre monnaie[21]. Début mars, la commission secrète reçut de la base navale de Karlskrona des rapports indiquant que la marine ne pouvait plus s'équiper, car aucun commerçant n'acceptait la monnaie fiduciaire. La situation était tout aussi critique dans la ville de Malmö, où des rapports indiquaient que la garnison était affamée. Le général en chef de Karlskrona expliqua expressément, ce qui n'est pas sans importance, que cette situation survenait « parce qu'il y avait des lettres venant d'ici [de Stockholm] qui indiquaient que la monnaie fiduciaire serait retirée[22] ». Cela signifie donc que les rumeurs d'annulation imminente de la monnaie contribuèrent à aggraver la crise.

Ces rumeurs se révélèrent vraies. À la fin du mois de février, plusieurs propositions visant le retrait de la monnaie fiduciaire furent présentées à la commission secrète et un sous-comité fut désigné pour examiner les modalités d'un tel retrait. Il fut là encore avancé qu'il était impossible de conclure une quelconque transaction à l'aide de cette monnaie et que tous les échanges commerciaux, et plus particulièrement les exportations de fer qui revêtaient une importance cruciale, risquaient de s'interrompre[23].

Au sein de la commission secrète, les représentants débattirent pour savoir si l'État devait faire défaut sur la monnaie fiduciaire et, si oui, dans quel délai cette dernière devait être retirée et, enfin, dans quelles conditions et selon quelles modalités elle devrait être remplacée. Plusieurs solutions furent envisagées ; les représentants de la bourgeoisie et de l'industrie du fer souhaitaient tout particulièrement agir avec prudence et se déclarèrent favorables à un taux de change élevé et à un retrait progressif des pièces de monnaie. Mais il apparut au fil des semaines que les propositions les plus radicales prenaient le dessus. Un défaut aussi rapide que possible sur les pièces et les billets,

21. *Sveriges ridderskaps och adels riksdags-protokoll från och med år 1719. Första delen 1719-1720*, Stockholm, 1875, p. 46-47.
22. *Riksarkivet*, Stockholm (RA), Sekreta utskottets protokoll (SUP) 1719, vol. R2384, 9 mars.
23. RA, SUP 1719, 27 février.

assorti d'une compensation minimale pour leurs détenteurs, empêcherait la crise monétaire de s'éterniser et la reprise de l'activité économique n'en serait que plus rapide, assuraient les défenseurs de cette solution[24]. Une remarque du porte-parole de l'ordre de la noblesse, Per Ribbing, peut également expliquer la hâte avec laquelle le gouvernement choisit d'agir : « Ce que nous faisons maintenant sera imputé à Görtz, mais ce que nous ferons plus tard sera mis à notre charge[25] ».

L'ordre de la paysannerie, de son côté, était opposé à un défaut sur la monnaie fiduciaire. Il était pleinement favorable au remplacement de la monnaie, mais voulait qu'elle fût échangée à sa valeur faciale. Les représentants des paysans arguèrent que des moyens de paiement fiables leur avaient été promis et que la paysannerie ne possédait aucune autre monnaie que celle-ci. Ils firent valoir en outre qu'ils n'étaient pas mandatés pour faire de telles concessions. Ils craignaient en effet pour leur vie si la monnaie était dévaluée, expliquant que leurs camarades considéreraient qu'ils leur avaient volé leur argent et leurs biens[26]. Leurs griefs furent toutefois complètement ignorés. Une délégation de paysans se vit en effet répondre qu'il leur faudrait « mordre dans une pomme sure[27] ».

La décision de retirer la monnaie fiduciaire fut prise par la commission secrète le 17 avril, et l'ordonnance correspondante fut publiée le 23 avril. Cette dernière prévoyait que toutes les pièces et tous les billets devraient être collectés avant le 1er juin. Huit jours plus tard, tous ceux qui auraient rendu leur monnaie fiduciaire la récupéreraient, mais dès lors, 1 d.s.m. ne vaudrait plus que 2 öre, ce qui signifiait que la monnaie serait dévaluée à 1/16e de sa valeur d'origine. Cependant, chacun recevrait en sus un « bon d'assurance » d'une valeur de 14 öre pour chaque d.s.m. restitué. Promesse était faite que ces bons seraient remboursés dès que les finances du royaume le permettraient[28].

Comme nous l'avons vu, la dette de l'État n'était pas seulement composée de pièces et de billets fiduciaires. Les dépôts à la Banque de Suède ne furent

24. RA, SUP 1719, 23 février, 27 février, 4-5 mars, 8-9 avril, 13 avril, 15-16 avril.
25. RA, SUP 1719, 5 mars.
26. RA, SUP 1719, 9 avril ; Bondeståndet till K. M:t och samtlige höglofl. ständer ang. myntteckens indragning, *Svenska riksdagsakter*…, *op. cit.*, p. 20-22.
27. RA, SUP 1719, 16 avril (citation), 17 avril ; Bondest. med påminnelser vid riksdagsbeslutet ang. krigshjälpen, inkvarteringen och myntteckn, *Svenska riksdagsakter*…, *op. cit.*, p. 67-68.
28. RA, SUP 1719, 17 avril ; Kongl. maj:ts nådige Förordning, Angående Mynteteckens Och Mynte-Zedlarnes Indragande och Afsättiande, 23 avril 1719, *Årstrycket.* Dans les années 1740 et 1750, la liquidation de la dette publique atteignit le stade où ces bons commencèrent à être acceptés et convertis, J. Julén, *Om Sveriges*…, *op. cit.*, p. 78.

pas touchés par le défaut ; les intérêts furent versés, même si les créanciers ne pouvaient retirer leurs dépôts. Les obligations ne furent pas non plus touchées, ni les bons de rémunération qui étaient versés aux militaires et aux fonctionnaires en lieu et place de leurs traitements. Les bons d'assurance pouvaient aussi être utilisés pour acquitter une nouvelle catégorie de droits de douane. Lindegren a mis en lumière le fait que ce défaut n'avait pas que des causes et des effets économiques, mais était sous-tendu par une logique politique et sociale. Les dépôts et les obligations étaient détenus par les riches, et les militaires et les fonctionnaires faisaient également partie de l'élite. Le système des bons d'assurance avait clairement pour objectif d'épargner autant que possible les marchands, en particulier ceux qui pratiquaient le commerce de gros avec l'étranger[29]. À l'inverse, les catégories qui n'avaient que très peu voire aucune influence politique furent spécifiquement ciblées par les mesures de défaut. En d'autres termes, les paysans furent forcés de s'incliner devant les intérêts des autres ordres.

III. L'ABSOLUTISME GUSTAVIEN ET LA DETTE PUBLIQUE

Au cours du XVIII[e] siècle, la société suédoise se diversifia. L'élite fut naturellement partie prenante de ce processus ; à la fin du siècle, elle était devenue un corps social plus différencié. L'absolutisme monarchique fit son retour en 1772, à la suite du coup d'État effectué par le roi Gustave III. Celui-ci fut assassiné en 1792 et son fils lui succéda sur le trône de 1796 à 1809, date à laquelle il fut à son tour renversé. Toutefois, leur forme d'absolutisme fut différente de celle de Charles XII. Charles XII avait régné plus ou moins indépendamment des institutions politiques comme le Riksdag et le Conseil royal. Il avait rencontré une résistance passive à laquelle il avait répondu par une réforme administrative. En revanche, Gustave III comme Gustave IV Adolphe se heurtèrent à une opposition ouverte. Ils tentèrent tous deux de renforcer leur autonomie politique et de s'affranchir de l'élite politique et de l'institution du Riksdag. Néanmoins, depuis que la Diète avait pris le contrôle de la gestion de l'impôt et de la Banque de Suède, les rois ne pouvaient plus ignorer l'élite. Le Riksdag devait être convoqué chaque fois qu'un changement important du système fiscal était envisagé. Lors de ces assemblées, les membres de l'élite tentaient de réduire la marge de manœuvre du roi. Les tensions régnant au sein du système

29. J. Lindegren, *Krig och skuld*…, *op. cit.*, p. 95-96, 98-101.

politique eurent une grande incidence sur les politiques économiques et la structure de la dette publique[30].

La dette se décomposait en trois volets principaux :

– l'emprunt extérieur auprès d'Amsterdam, d'Anvers, de Gênes, de Hambourg et de Leipzig ;

– l'emprunt intérieur à long terme ;

– les billets à ordre non rémunérés.

Le recours à l'emprunt extérieur avait commencé dans les années 1760 pour faire face aux problèmes financiers qu'avait causés la participation de la Suède à la guerre de Sept Ans. Gustave III poursuivit cette pratique dans les années 1770 et 1780, essentiellement parce que la négociation des emprunts et l'apport de garanties aux banquiers pouvaient se faire sans l'intervention du Riksdag. Le roi accrut ainsi son autonomie politique[31]. À l'instar des monarques autrichien, danois, russe et espagnol, il profita de l'essor financier de villes comme Amsterdam et Gênes pour consolider son pouvoir[32].

Depuis la seconde moitié du XVII^e^ siècle, l'emprunt intérieur à long terme était constitué en grande partie de prêts octroyés par la Banque de Suède. Le recours à la banque centrale diminua au cours des années 1760 et 1770, pour être remplacé par la vente d'obligations rémunérées aux alentours de 5 %. Un grand nombre de ces obligations étaient détenues par des organisations caritatives, des écoles et des hôpitaux, ainsi que par quelques particuliers. La proportion de détenteurs nationaux était relativement faible, surtout en comparaison avec la Grande-Bretagne et les Provinces-Unies[33].

---

30. Georg Landberg, « Den svenska riksdagen under den gustavianska tiden », vol. 7, n° 1, *Sveriges Riksdag*, Stockholm, Sveriges Riksdag, 1932, p. 31-74 ; Mikael Alm, « Royalty, Legitimacy and Imagery. The Struggles of Legitimacy for Gustavian Absolutism, 1772-1809 », *Scandinavian Journal of History*, vol. 28, 2003, p. 19-36 ; Patrik Winton, « The political economy of Swedish absolutism, 1789-1809 », *European Review of Economic History*, vol. 16, 2012, p. 440-448.

31. Patrik Winton, « Parliamentary control, public discussions and royal autonomy: Sweden, 1750-1780 », *Histoire & Mesure*, vol. 30, 2015, p. 51-78.

32. James C. Riley, *International government finance and the Amsterdam capital market 1740-1815*, Cambridge, Cambridge University Press, 1980 ; Christiaan van Bochove, « External debt and commitment mechanisms. Danish borrowing in Holland », *Economic History Review*, vol. 67, 2014, p. 652-677.

33. P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution…*, *op. cit.* ; Sven Fritz, *Studier i svenskt bankväsen 1772-1789*, Stockholm, Ekonomisk-historiska institutet, 1967 ; Wantje Fritschy et René van der Voort, « From Fragmentation to Unification: Public Finance, 1700-1914 », *in* Marjolein C.'t Hart, Joost Jonker et Jan Luiten van Zanden (dir.), *A Financial History of the Netherlands*, Cambridge, Cambridge University Press, 1997 ; Patrik Winton, « Krig, skulder och välfärd i Sverige 1800-1810 », *Historisk tidskrift*, vol. 135, 2015, p. 5-34.

À la fin des années 1780, un nouveau type de dette fut introduit lors de la création du Bureau national de la dette. Cet organisme pouvait emprunter dans le pays aussi bien qu'à l'étranger, mais aussi émettre des billets à ordre qui pouvaient circuler parallèlement aux billets émis par la Banque de Suède. Un nouveau papier-monnaie fut ainsi créé, ce qui augmenta la liquidité. Bien que ce bureau fût contrôlé par le Riksdag et que des impôts indirects lui fussent affectés, le nombre de billets à ordre fut augmenté au-delà des limites fixées lors de la session du Riksdag de 1789. Le roi pouvait ainsi utiliser ces billets à ordre pour faire face aux dépenses[34].

L'emprunt intérieur à long terme augmenta progressivement au fil du temps, surtout entre 1785 et 1795, période pendant laquelle il passa d'environ 1,7 million de riksdalers à près de 5,7 millions de riksdalers. On observa toutefois une baisse de cette composante de la dette au tournant du siècle. Quant à la dette extérieure, elle fit plus que doubler entre 1780 et 1790 (de 4,6 à 10 millions de riksdalers environ), mais se stabilisa dans les années 1790, après l'éclatement des guerres de la Révolution française. L'introduction des billets à ordre en 1789 modifia toutefois fondamentalement la structure de la dette. En 1790, ces billets représentaient déjà une grande partie de l'ensemble de la dette (8,4 millions de riksdalers) ; en 1795, ils avaient atteint une valeur de 14,6 millions de riksdalers, et en constituaient ainsi la majeure partie. Le nombre de billets en circulation continua d'augmenter jusqu'en 1800. La différence de prix entre les billets émis par le Bureau de la dette et ceux émis par la Banque de Suède suscita des critiques. Puisque les billets à ordre, dont la conversion en monnaie acceptée à l'étranger était coûteuse, pouvaient être utilisés pour payer les impôts, la valeur relative des recettes publiques en fut également touchée. Le régime décida donc de réduire le nombre de billets à ordre et d'établir un taux de change fixe entre les deux monnaies. Par conséquent, le coût de gestion de la dette publique diminua[35].

La stabilisation de la monnaie renforça l'autonomie du roi puisqu'il n'était plus obligé de convoquer le Riksdag pour discuter l'organisation de la dette. Il utilisa ce surcroît d'autonomie pour s'impliquer davantage dans la politique internationale. En 1805, la Suède rejoignit la coalition contre la France en échange de subventions de l'État britannique et reçut ainsi environ 20 000 livres sterling par mois de la part de la Grande-Bretagne. Puisque la Grande-Bretagne

34. Bertil Dahlström, *Rikets gäld 1788-1792. Studier i den svenska riksförvaltningen jämte krigsfinansieringen 1788-1790*, Stockholm, Stockholms högskola, 1942.

35. K. Åmark, *Sveriges statsfinanser*…, *op. cit.*, p. 626, 644-645, 648-649 ; Torbjörn Engdahl et Anders Ögren, « Multiple paper monies in Sweden 1789-1903: Substitution or complementarity? », *Financial History Review*, vol. 15, 2008, p. 76-81 ; P. Winton, « The political economy… », art. cit.

finançait la quasi-totalité de l'effort de guerre, il n'était pas nécessaire d'emprunter ni de modifier la situation monétaire[36].

La situation changea en 1808, après la signature du traité de Tilsit entre Napoléon et le tsar Alexandre. La Russie et le Danemark déclarèrent la guerre à la Suède et le pays se prépara à des hostilités sur trois fronts[37]. L'État eut alors besoin de mobiliser plus de ressources que ce que lui rapportaient les impôts ordinaires et extraordinaires. Malgré les fonds d'urgence que la Banque de Suède et le Bureau de la dette octroyèrent au roi, le nouvel accord de subvention signé avec la Grande-Bretagne accordant à la Suède 100 000 livres sterling par mois et la suspension des versements aux créanciers étrangers d'Amsterdam, d'Anvers et de Gênes, les ressources restaient insuffisantes. Gustave IV Adolphe se refusa pourtant à convoquer le Riksdag pour lui demander des fonds supplémentaires. Pour préserver son autonomie politique, le roi se résolut à restreindre ses options budgétaires et militaires[38].

IV. LES GUERRES NAPOLÉONIENNES, LE COUP D'ÉTAT DE 1809 ET LE DÉFAUT DE 1812

Le refus du roi d'avoir recours au Riksdag s'explique principalement par les tensions politiques entre l'élite et le roi, ce dernier essayant de préserver et d'accroître sa marge de manœuvre sans avoir à la consulter, tandis que l'élite tentait de limiter l'influence du roi sur les principales décisions politiques en le forçant à négocier. Ne parvenant pas à leurs fins, certains de ses membres cherchèrent à modifier la politique royale en destituant Gustave IV Adolphe par la force. En mars 1809, le roi fut arrêté et exilé. Une nouvelle constitution prévoyant des réunions régulières du Riksdag fut adoptée. Cette nouvelle constitution donnait au Riksdag le pouvoir de gérer les impôts et de légiférer, et réaffirmait son contrôle sur la Banque de Suède et le Bureau de la dette, tandis que le roi avait la main sur la politique extérieure et les affaires militaires. Ainsi, les conflits entre l'élite et le roi s'apaisèrent[39].

---

36. K. Åmark, *Sveriges statsfinanser*…, *op. cit.*, p. 852-853.
37. Martin Hårdstedt, « Decline and Consolidation: Sweden, the Napoleonic Wars and Geopolitical Restructuring in Northern Europe », *in* U. Planert (dir.), *Napoleon's Empire. European Politics in Global Perspective*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2016, p. 213-226.
38. K. Åmark, *Sveriges statsfinanser*…, *op. cit.*, p. 853-856 ; P. Winton, « The political economy… », art. cit.
39. Nils Herlitz, « Riksdagens finansmakt », *in Sveriges Riksdag*, vol. II:12, 1934 ; A. Sundin, *1809*..., *op. cit.*

Lors de la session du Riksdag de 1809, l'élite politique se trouva confrontée à plusieurs questions difficiles, notamment celles de savoir comment mener la guerre contre le Danemark et la Russie et comment gérer la situation budgétaire. Plusieurs universitaires ont affirmé qu'en 1809, le pays avait épuisé ses ressources. En réalité, ce sont les tensions politiques entre le roi et l'élite qui entravèrent les efforts de collecte de fonds de l'État et empêchèrent que toutes les mesures fussent prises pour financer la guerre[40]. L'apaisement de ces tensions à la suite du coup d'État permit de faire évoluer la situation et de collecter plus de fonds. Ainsi, les représentants au Riksdag choisirent de reconnaître les dettes existantes et lancèrent de nouvelles formes d'emprunt intérieur auxquelles le régime précédent n'avait pas eu recours. La Banque de Suède accorda à l'État un crédit à court terme sans intérêts et un nouveau type d'obligations patriotiques fut vendu au grand public. En tout, 563 obligations de ce type furent émises en 1809, pour un montant total de 350 678 riksdalers. Il fut également envisagé de vendre des rentes perpétuelles pour tenter de lever des fonds[41]. Du fait des incertitudes liées à la situation extérieure, il était nécessaire de conserver une capacité d'emprunt à la fois dans le pays et à l'étranger. Ainsi, bien que la suspension des versements liés aux emprunts extérieurs perdurât, l'État ne chercha pas à faire défaut sur cette composante, ni sur d'autres, de sa dette.

Le nouveau régime lança des actions militaires contre la Russie, mais, en septembre 1809, un traité de paix fut signé, entraînant la cession de l'ensemble de la Finlande à la Russie. La même année, un accord de paix fut également conclu avec le Danemark. Par conséquent, la Suède noua des liens plus étroits avec la France et participa au « blocus continental » de Napoléon. Le maréchal français Jean-Baptiste Bernadotte fut en outre élu prince héritier de la Couronne suédoise en 1810. Parallèlement, les relations avec la Grande-Bretagne, auparavant cordiales, durent être rompues et la guerre fut officiellement déclarée entre les deux pays en novembre 1810[42].

La situation changea en 1812 lorsque le gouvernement, sous l'impulsion du nouveau prince héritier, décida de changer de camp dans l'ordre international pour passer de celui de la France à celui de la Grande-Bretagne. En d'autres termes, le gouvernement fit le pari que la campagne de Russie de Napoléon serait un échec et que cela lui permettrait de coopérer avec les ennemis de la France en vue de s'approprier la Norvège et une île des Caraïbes.

---

40. K. Nyberg, « The early modern… », art. cit., p. 17 ; P. Winton, « The political economy… », art. cit.
41. RA, Riksgäldskontoret, Bokslutskontoret, Avräkningsböcker över obligationer för andra särskilda inrikes lån, vol. 8300 ; *Ridderskap och adelns riksdagsprotokoll 1809-1810*, vol. 1, p. 135, 141-142, 164-170 ; vol. 2, p. 1085-1092.
42. M. Hårdstedt, « Decline and Consolidation… », art. cit.

Le gouvernement calcula que la Grande-Bretagne serait encline à soutenir les prétentions territoriales de la Suède et à lui apporter son aide financière en échange de la participation d'un contingent militaire suédois à la coalition contre la France[43]. Cette stratégie reposait en grande partie sur une évolution des relations entre le royaume et ses créanciers étrangers. Le gouvernement prétendit qu'il devait riposter aux actions hostiles de la France à l'encontre des intérêts suédois par un défaut sur les obligations suédoises détenues par les habitants de l'Empire français. Ainsi, puisque les Pays-Bas et Gênes avaient été inclus dans l'Empire, les détenteurs d'obligations suédoises qui résidaient dans ces pays furent considérés comme les cibles légitimes de cette riposte[44].

Étant donné que la dette extérieure était administrée par le Bureau de la dette et que le Riksdag avait garanti toutes les dettes publiques, il était nécessaire que le gouvernement obtienne l'approbation du Riksdag avant de pouvoir déclarer un défaut. Cette proposition fut débattue lors de sessions du Riksdag. Le principal argument en faveur d'un défaut était que, dans les relations entre États, la priorité de tout État était toujours l'auto-préservation. Les exigences strictes de la morale devaient donc s'incliner devant les considérations politiques. Il fut également avancé que la Suède ne ferait qu'utiliser les armes que d'autres États avaient brandies, parfois contre elle. Un tel raisonnement prédominait parmi les membres de la noblesse, du clergé et de la paysannerie. En revanche, beaucoup de marchands, membres de l'ordre de la bourgeoisie, arguaient qu'il serait préférable d'avoir recours à la confiscation de biens immobiliers français et à une suspension des versements d'intérêts et des remboursements plutôt qu'à un défaut, puisqu'un défaut aurait des répercussions négatives sur l'accès au crédit à l'étranger[45]. Après maintes délibérations, le défaut fut approuvé, bien qu'une majorité des bourgeois s'y fussent opposés. Cette décision impliquait que l'État suédois n'honorerait pas les deux tiers de la dette contractée à Amsterdam, Anvers et Gênes et que le dernier tiers pourrait être reconnu ultérieurement si cela pouvait être profitable[46]. Le Riksdag apporta également son soutien au projet du gouvernement de participer à la coalition contre Napoléon

43. Nils Erik Villstrand, *Furstar och folk i Åbo 1812*, Helsinki, Svenska litteratursällskapet i Finland, 2012 ; M. Hårdstedt, « Decline and Consolidation… », art. cit.

44. RA, Handels- och Finansexpeditionen, Statsrådsprotokoll i finansärenden, janvier-mai 1812, 13 mai.

45. RA, Hemliga utskottets protokoll 1812, vol. R4521, 27 mai.

46. *Ridderskapet och adelns riksdagsprotokoll 1812*, vol. 2, p. 187-209 ; *Prästeståndets riksdagsprotokoll 1812*, vol. 2, p. 89-124 ; *Borgarståndets riksdagsprotokoll 1812*, vol. 2, p. 754-784 ; *Bondeståndets riksdagsprotokoll 1812*, p. 703-704 ; Christer Franzén, *Skuld och tanke. Svensk statsskuldsproblematik i ett internationellt perspektiv före 1930-talet*, Stockholm, Acta Universitatis Stockholmiensis, 1998, p. 244-245.

en autorisant l'octroi d'un crédit de 3,5 millions de riksdalers par la Banque de Suède et le Bureau de la dette[47].

Les ressources destinées au paiement des créanciers étrangers pouvaient donc être utilisées pour financer la guerre à venir contre la France. Par ailleurs, la Suède signa avec la Grande-Bretagne un traité prévoyant le versement de l'équivalent de 16 millions de riksdalers de subventions sur la période 1812-1814. L'île de la Guadeloupe, alors occupée par les forces britanniques, fut également promise à la Couronne suédoise. En contrepartie, la Suède devait mettre à disposition 30 000 soldats pour la guerre contre la France[48]. Même si le traité fut signé après la décision de faire défaut sur la dette, il est clair que le renforcement des liens avec la Grande-Bretagne avait pesé dans la balance. Les subventions accordées pouvaient remplacer les fonds que les créanciers étrangers auraient apportés. Elles réduisaient aussi la probabilité que l'élite s'oppose à la guerre, puisqu'elles diminuaient la nécessité d'avoir recours à une hausse d'impôts. Seuls les marchands des grandes villes firent part de leurs inquiétudes au sujet des retombées négatives que cette décision pourrait avoir sur leurs activités, mais ils ne réussirent pas à convaincre les autres ordres de faire respecter les engagements de l'État. Les créanciers étrangers eux-mêmes exprimèrent leur stupéfaction face à la décision de la Suède. Les banquiers qui avaient organisé les prêts et les détenteurs d'obligations écrivirent au roi et au Bureau de la dette suédoise pour se plaindre de ce manquement aux obligations contractuelles et mirent en garde contre les effets que cela pourrait avoir sur la confiance accordée à la Suède. Par ailleurs, de nombreux détenteurs d'obligations vendirent leurs titres sur le marché secondaire, ce qui entraîna une chute du cours. À Amsterdam, par exemple, les obligations, qui étaient échangées à 85 % en janvier 1809, avaient baissé à 22 % en décembre 1812[49]. Toutefois, la réaction du marché n'infléchit pas la décision de la Suède.

La principale raison pour laquelle le Riksdag modifia sa politique en matière de dette entre 1809 et 1812 fut l'évolution de la situation internationale et ses implications sur la distribution des ressources dans le pays. Lorsque le nouveau régime prit le pouvoir en 1809, l'issue de la guerre était incertaine. Si la guerre s'était poursuivie sur une longue période, il aurait été nécessaire d'obtenir des

47. Torvald T:son Höjer, *Carl XIV Johan. Kronprinstiden*, Stockholm, Norstedt, 1943, p. 128-129.

48. RA, Kommitterade för allmänna medels förvaltning, Krigs- och subsidiefonden, vol. 7, 8, 10, 11, 12 ; T. Höjer, *Carl XIV Johan*…, *op. cit.*, p. 109-122 ; John M. Sherwig, *Guineas and Gunpowder. British Foreign Aid in the Wars with France 1793*-1815, Cambridge, Harvard University Press, 1969, p. 274-280, 367.

49. RA, Riksgäldskontoret, Huvudarkivet, Fullmäktiges protokoll, vol. 4086, 7 juillet 1814 ; *Koninklijke courant*, 5 janvier 1809 ; *Advertentiën, aankondigingen en verschillende berigten van Amsterdam*, 30 décembre 1812.

ressources supplémentaires. La fin de la guerre aurait également créé un besoin de financement en raison du réajustement de l'ordre international et de l'arrêt du versement des subventions britanniques. Par conséquent, il était indispensable de garder la possibilité d'emprunter. En 1812, en revanche, le pays avait un projet clair, qui ne nécessitait pas des prêts de l'étranger et qui ouvrait la possibilité de faire défaut sur une dette négociée par le précédent régime. Le changement de politique ne fut donc pas motivé par une détérioration de la situation budgétaire de la Suède. Malgré la baisse du taux de change en 1810 et 1811, qui augmenta le coût des transferts de fonds vers l'étranger, les recettes du Bureau de la dette étaient suffisantes pour couvrir les frais de gestion de la dette[50]. Le changement de politique fut plutôt une décision stratégique consistant à profiter de l'évolution de la situation internationale pour réaffecter des ressources du service de la dette aux forces armées.

La campagne militaire de 1813-1814 fut un succès. La Norvège fut confisquée au Danemark et les armées de Napoléon battirent en retraite. La participation prolongée de la Suède à la coalition et au règlement européen de l'après-guerre fut considérée comme un élément essentiel par les alliés. La Grande-Bretagne, la Prusse et la Russie investirent donc des ressources supplémentaires pour garantir le maintien du régime de Bernadotte, en transférant des sommes directement au prince héritier et non à l'État suédois. Ces sommes, s'élevant à environ 12 millions de riksdalers, soit l'équivalent de près de trois ans de recettes publiques ordinaires, étaient à la disposition de Bernadotte et le Riksdag n'avait aucun contrôle sur la manière dont elles étaient dépensées[51]. Bernadotte gagna ainsi en autonomie politique vis-à-vis de l'élite. L'élite accepta ces dispositions, car Bernadotte promit de reconnaître le solde de la dette extérieure et de le liquider à l'aide de ses propres fonds. Le processus de liquidation de la dette s'étendit sur une période assez longue, de 1815 à 1830 environ. Par ailleurs, Bernadotte distribua une partie des sommes reçues à l'élite pour s'assurer sa loyauté et apaiser les tensions qui avaient régné lors du régime précédent[52]. Parallèlement, le Bureau de la dette réduisit peu à peu la dette intérieure à long terme. En 1830, la Suède était quasi libre de dettes. Contrairement à d'autres États au début du XIX^e^ siècle, l'État de Bernadotte ne s'appuyait pas sur la

50. RA, Riksgäldskontoret, Bokslutskontoret, Koncepthuvudbok 1812, vol. 7022 ; Markus A. Denzel, *Handbook of World Exchange Rates, 1550-1914*, Farnham, Ashgate, 2010, p. 346 ; Patrik Winton, « The political economy of strategic default: Sweden and the international capital markets, 1810-1830 », *European Review of Economic History*, vol. 20, 2016, p. 410-428.

51. T. Höjer, *Carl XIV Johan*…, *op. cit.*, p. 411-417 ; C. Franzén, *Skuld och tanke*…, *op. cit.*, p. 246-247.

52. RA, Kommitterade för allmänna medels förvaltning, Huvudbok över Guadeloupefonden, vol. 41.

dette publique pour financer son fonctionnement courant, mais dépendait de ses recettes ordinaires et extraordinaires. Ce ne fut que dans les années 1850, au moment de la construction de voies de chemin de fer, que l'État se tourna de nouveau vers les marchés du crédit pour emprunter des fonds[53].

Conclusion

Les défauts partiels organisés par l'État suédois en 1719 et 1812 furent tous deux décidés au cours de grands conflits militaires impliquant plusieurs grandes puissances européennes, lors desquels la Suède subit de lourdes pertes en vies humaines, en ressources et en territoire. Dans les deux cas, la guerre faisait rage et, contrairement à la croyance répandue, le pays disposait encore de ressources suffisantes pour faire face à ses dépenses militaires et au service de l'ensemble de sa dette. Cependant, dans les deux cas encore, l'élite n'avait pas la volonté politique de poursuivre la guerre. Ainsi, ces défauts ne résultèrent pas de crises budgétaires causées par la guerre : la décision de transformer le système financier existant fut plutôt un choix stratégique. En 1719 comme en 1809, le régime s'appuya sur la situation politique intérieure et internationale pour décider quelles dettes reconnaître et sur quelles dettes déclarer un défaut. La situation de guerre permettait de désigner des coupables et des responsables politiques sur lesquels la faute n'aurait pas pu être rejetée en temps de paix. En 1719, Görtz et sa manière de gérer la vaste campagne de financement put être tenu responsable du défaut, tandis qu'en 1812, les actes de Napoléon servirent de prétexte à la décision de décréter un défaut sur la dette extérieure.

La décision de faire défaut fut à chaque fois étroitement liée aux bouleversements politiques qui la précédèrent. En 1719, ce fut la dette accumulée par le régime absolutiste de Charles XII qui fut partiellement liquidée. Le choix de cibler des créances détenues surtout par des paysans signifie que cette politique était en partie un rejet de l'ancien régime et de son système budgétaire, mais aussi un rejet de ses fondements sociaux. En changeant la structure de la dette, il devint possible de bâtir un nouvel ordre politique favorisant d'autres groupes et d'autres objectifs. De la même manière, la décision prise en 1812 ciblait une composante essentielle de l'ancien système financier gustavien, à savoir les liens entre l'État suédois et les milliers d'obligataires résidant à Amsterdam, à Anvers et à Gênes. Au lieu de dépendre du crédit extérieur,

53. Lennart Schön, « The Rise of the Fiscal State in Sweden, 1800-1914 », *in* José Luís Cardoso et Pedro Lains (dir.), *Paying for the Liberal State. The Rise of Public Finance in Nineteenth-Century Europe*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010, p. 175-176.

le nouveau régime souhaitait s'appuyer sur des subventions étrangères pour renforcer sa mainmise sur le pouvoir.

Deux grands facteurs rendirent possibles ces défauts partiels :

– premièrement, les nouveaux régimes furent capables de faire la distinction entre les divers groupes de créanciers et de cibler les créances détenues par ceux qui n'étaient pas représentés dans les instances politiques où les grandes décisions étaient prises. En 1719, les paysans ne disposaient pas de sièges au sein de l'importante commission secrète. En 1812 et 1815, les obligataires étrangers n'avaient que très peu d'influence sur les affaires politiques en Suède et sur les négociations diplomatiques entre la Suède et les grandes puissances ;

– deuxièmement, les régimes surent estimer le type de ressources et les capacités dont l'État aurait besoin dans un proche avenir. En 1719, il était clair que personne ne souhaitait poursuivre la guerre, ce qui signifiait qu'il n'était pas nécessaire de continuer à emprunter pour financer la campagne militaire. En 1812, le régime anticipa la réception de subventions, qui réduisait également le besoin de recours à l'emprunt. Par conséquent, les mises en garde des créanciers au sujet de la perte de crédibilité et les menaces d'exclusion des marchés du crédit étaient vaines et ne pouvaient changer les priorités du gouvernement suédois.

Le fait que la majorité des ordres représentés au Riksdag ait été favorable à la décision d'organiser un défaut en 1719 et en 1812 montre que l'existence d'une institution parlementaire ne constitue pas en soi un rempart aux défauts volontaires. À la différence du Parlement britannique, qui renforça la cote de crédit de la Grande-Bretagne, le Riksdag fut plutôt une enceinte dans laquelle le régime pouvait légitimer les défauts[54]. Ainsi, l'existence d'institutions politiques formelles ne signifie pas nécessairement qu'un État veillera à honorer ses dettes. La décision de payer ou non dépend plutôt du type de ressources disponibles et des intérêts stratégiques des élites quant à la manière dont ces ressources devraient être distribuées.

Ces défauts eurent une grande incidence sur la formation des nouveaux régimes issus des bouleversements politiques. Celui de 1719 diminua considérablement la capacité militaire de la Suède, ce qui contribua à modifier la place de l'État au sein de l'ordre international. Les guerres ultérieures furent menées à plus petite échelle et il fut jugé nécessaire de demander des subventions aux grandes puissances avant de pouvoir lancer des actions militaires. Le défaut

54. Douglass C. North et Barry R. Weingast, « Constitutions and commitment: The evolution of institutions governing public choice in seventeenth-century England », *Journal of Economic History*, vol. 49, 1989, p. 803-832.

de 1812 et la liquidation effectuée à partir de 1815 marquèrent également le régime de Bernadotte. En recevant des fonds de l'étranger, il put choisir de consolider son régime, en prenant à sa charge le solde de la dette extérieure et en distribuant certaines sommes d'argent à l'élite, plutôt que de préserver la réputation de solvabilité de l'État. Au cours de la première moitié du XIX^e^ siècle, de nombreux États connurent des processus de centralisation budgétaire. Ce ne fut pas le cas du régime de Bernadotte, qui renoua avec la pratique, remontant aux débuts de l'époque moderne, de séparation entre le domaine personnel du roi et les recettes fiscales de l'État. Si cette organisation favorisait l'établissement de relations cordiales entre l'élite et le souverain, elle n'encourageait pas le développement des marchés du crédit. Le régime ne pouvait donc pas s'appuyer sur l'emprunt pour financer son fonctionnement, ce qui limitait sa marge de manœuvre politique. En d'autres termes, Bernadotte a certes réalisé des économies sur le coût de gestion de la dette, mais en privant à long terme le pays de ce qui est sans doute le plus puissant moteur du pouvoir.

LES MÉTAMORPHOSES DE LA DETTE PUBLIQUE DANS LA MONARCHIE DES BOURBONS (1814-1830)

Francis DÉMIER

Introduction

Dans l'histoire financière de la France, la Restauration occupe une place particulière. Après les dérives catastrophiques de la dette à la fin de l'Ancien Régime et les aventures monétaires de l'épisode révolutionnaire, la monarchie des Bourbons a ouvert une période tout à fait inédite dans l'histoire de la politique économique de la France. Marcel Marion, dans sa célèbre *Histoire financière de la France*[1], souligne la réussite remarquable des gouvernements de Louis XVIII et de Charles X, parvenus à surmonter en une quinzaine d'années le fardeau de la dette française. D'un point de vue libéral très orthodoxe, il félicite la prudence et la rigueur avec lesquelles ont été gérées les finances publiques et, plus remarquable encore dans l'histoire du XIX^e^ siècle, il souligne le fait que le pouvoir s'est attaché à consacrer une partie de l'excédent budgétaire à régler le fardeau de la dette qui pesait sur le pays. À ceux qui font remarquer que le montant de cette dette n'a pas diminué pendant la période, bien au contraire, les défenseurs de l'œuvre financière du régime soulignent le fait qu'elle a changé de nature. Un homme comme Laffitte, à l'avant-garde des mutations économiques dans lesquelles la France s'engageait alors, fit remarquer en effet que la « bonne dette » s'était substituée à la « mauvaise », ce qui voulait dire qu'un fardeau porté par la nation pour la punir de son goût des guerres et des conquêtes avait laissé la place à une nouvelle forme d'endettement dont la vocation était d'accompagner, voire de susciter la croissance et la modernisation de l'économie. Une « légende rose » de la politique financière de la Restauration s'est ainsi construite, en contrepoint de la « légende noire » qui a stigmatisé son intolérance politique.

---

1. Marcel Marion, *Histoire financière de la France depuis 1715*, t. 3 (1797-1818), t. 4 (1819-1875), Paris, Rousseau, 1925 et 1928.

I. LA DETTE : UNE ÉVALUATION CONFLICTUELLE

Si l'on tente d'évaluer la dette publique de la France en mars 1814, au moment où s'effondrait l'Empire, il est nécessaire de prendre en compte l'arriéré du gouvernement de Napoléon, mais aussi les dettes laissées par Louis XVIII au fil de son errance dans les cours européennes. Les dettes privées du monarque – autour de 50 millions – étaient considérables. Des solutions avancées pour résoudre ces questions dépendaient l'ancrage politique de la monarchie qui, d'emblée, fut contrainte de lier son destin à celui de l'héritage financier de l'empereur.

La charge de l'État, toutefois, n'était pas insurmontable. La droite royaliste, par la voix de Montesquiou, avait avancé le chiffre outrancier qui lui avait été suggéré par Bricogne, d'un milliard 646 millions, une somme considérable propre à alimenter le procès contre le régime impérial[2]. Les calculs de Gaudin et Mollien, moins partisans et plus précis, fixèrent un peu plus tard le passif au chiffre beaucoup plus limité de 759 millions ; en gros, cela correspondait au montant des contributions d'une année fiscale[3]. Le poids global de la dette, de l'Ancien Régime au Consulat, avait été largement élagué par les effets de l'inflation, mais surtout par la banqueroute des deux tiers en 1797[4]. Au-delà, l'empereur avait manifesté une aversion permanente à l'égard de l'endettement, dont il pensait qu'il était bon à lui lier les mains par les « faiseurs de services »[5]. Mollien, dans ses *Mémoires,* revient souvent sur l'hostilité de Napoléon au crédit public, sur des facilités qui avaient conduit à ses yeux l'Ancien Régime à sa perte : « […] ce moyen à la fois immoral et funeste qui sacrifie au bonheur présent ce que les hommes ont de plus cher, le bonheur de leurs enfants, et qui mine insensiblement l'édifice public et impose à l'avance les générations futures ». L'empereur, selon Las Cases, avait toujours vu la dette comme « le fléau, la lèpre de la nation ». Pour cette raison, il avait surtout eu recours au « domaine de l'extraordinaire », autrement dit au pillage des pays conquis que Georges Lefebvre évaluait à 785 millions, soit l'équivalent de la dette de 1814.

---

2. De très nombreux pamphlétaires de droite alimentèrent un procès contre l'empereur en avançant des chiffres fantaisistes. Philippe Nettement, dans *Quelques idées sur les finances*, accusait Napoléon d'avoir accru la dette de l'État de plus de deux milliards : « Il dévorait tout… Il faisait disparaître le numéraire… Il lui fallait un pays misérable afin qu'il en tirât plus de soldats ».

3. Cela représentait autour de 8 à 9 % du PIB de la France, une proportion tout à fait contenue quand on considère que la dette de la France actuelle représente près de 100 % du PIB.

4. Jean Gabillard, « Le financement des guerres napoléoniennes et la conjoncture du Premier Empire », *Revue économique,* vol. 4, n° 4, 1953, p. 548-572.

5. Nicolas François, comte Mollien, *Mémoires d'un ancien ministre du Trésor public*, Paris, Imprimerie Fournier, 1837, t. 4, p 231.

Le système fonctionnait sous forme de crédits de préfinancement remboursés par les indemnités exigées dans les pays conquis – en fait, un crédit imposé. L'Empire avait pu dans ces conditions faire un usage très modéré de la dette, une pratique compensée toutefois par une fiscalité très lourde. En 1804, la dette en 5 % consolidé était de 45 millions ; en 1814, elle était passée à 63 millions, soit une hausse de 18 millions seulement, quand celle du roi était alors évaluée à près de 50 millions.

Mais peu importait le montant des chiffres, la droite ultra, hostile à la technocratie héritée de l'Empire qui entourait Louis XVIII, était totalement hostile au règlement de cet arriéré. Fallait-il payer aux fournisseurs les spéculations scandaleuses des années de guerre ? Le danger d'un tel choix, qui rendait irréversibles les engagements de l'État et consolidait son crédit, apparut immédiatement aux yeux des ultras, qui y virent alors un obstacle redoutable à une possible restauration de l'ancienne société.

Mais le roi avait promis dès son retour, à l'occasion de sa déclaration de Saint-Ouen, que « la dette publique serait garantie ». Le 10 mai, il avait renchéri : « L'État a des créanciers, des fonctionnaires, des armées dont les intérêts nous sont aussi chers que ceux des contribuables ». Quant au baron Louis, en charge des Finances[6], il raisonnait non en termes de régimes politiques, mais dans la logique d'une continuité de l'État. Le plus important à ses yeux était d'asseoir le crédit public sur la certitude d'acquitter les engagements pris par l'État et d'établir la « foi publique » comme condition d'une stabilisation de l'activité économique, mais aussi tout simplement de celle du régime. Louis précisait alors : « Le crédit de l'Angleterre est resté invulnérable au milieu de toutes les secousses, malgré l'accroissement de sa dette. […] C'est la fidélité aux engagements qui a produit chez nos voisins un phénomène si différent de celui que nous offrons. Ce principe a fait naître en Angleterre l'idée de placer à côté d'une dette pesante un contrepoids qui l'allège, et tend toujours à l'équilibre. »

On peut noter toutefois que Louis était détenteur[7], comme Talleyrand, d'un important portefeuille de rentes 5 % achetées à terme, rentes que les engagements pris en faveur d'un règlement global firent monter assez brutalement. Le roi, Talleyrand et Louis, d'un commun accord, adoptèrent un règlement de la dette, le 21 décembre 1814, règlement qui prenait en charge tout le passif impérial, mais aussi les dettes du roi.

---

6. Guy Antonetti (dir), *Les ministres des Finances de la Révolution française au Second Empire. Dictionnaire biographique 1814-1848*, Paris, IGPDE/Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2007, consultable en ligne, https://books.openedition.org/igpde/882.
7. Yves Guéna, *Le baron Louis*, Paris, Perrin, 1999.

Encore fallait-il apporter des réponses cohérentes aux problèmes posés par l'héritage du budget impérial de 1814 et fixer une ligne régulière pour achever l'année fiscale et tracer la voie d'un règlement de l'arriéré. Le profil de l'homme chargé de la mise en œuvre du budget, le baron Louis, est important dans la mesure où sa politique financière fut en fait celle de toute la Restauration. Louis était un proche de Talleyrand, il avait le même âge et comme lui était un prêtre défroqué. Cet ancien conseiller clerc au Parlement de Paris avait, pendant son émigration en Angleterre, étudié les finances anglaises et fréquenté les banquiers de la City. En rupture avec la période napoléonienne, il apportait dans le gouvernement provisoire l'idée que le crédit public pouvait devenir un instrument d'émancipation dans une France aux abois, à condition que les engagements de l'État soient respectés. Protégé de Mollien à son retour d'émigration, il avait été chargé de l'organisation des finances de la Hollande sous le règne de Louis Bonaparte. Au retour du roi, il avait refusé de sacrifier les « droits réunis » comme le demandaient les ultras par démagogie et s'était aliéné le comte d'Artois en le forçant à restituer au Trésor les 10 millions de la Couronne saisis à Orléans dans l'équipage du prince. Selon Audiffret, il aurait même déclaré, en parlant des ultras, qu'il fallait leur répondre « à coups de fusil[8] ».

Le budget dressé sous la direction de Louis par Bricogne et Bérenger, formés à l'école napoléonienne, fut un « budget de vérité » opposé, disait Talleyrand, « aux exagérations de l'Empire ». Les dépenses, fixées à 1 176 800 000 F, étaient ramenées à 827 415 000 F, alors que les recettes, du fait de la diminution du territoire, n'étaient pas attendues à plus de 520 millions, soit un déficit de 307 millions ajouté à l'arriéré impérial. Pour rassurer les notables, Louis présenta un budget de 1815 marqué par un effort d'austérité redoutable[9].

Pour payer le surplus de l'arriéré dont le poids occupait les esprits, Louis prit la décision d'aliéner 300 000 hectares de forêts de l'État, auxquels on ajouta le produit des biens communaux qui restaient à vendre. Ouvrard, inspiré encore par les manipulations de l'Empire, avait proposé de régler la dette en rente au pair, ce qui revenait en fait, en fonction du cours de la rente, à une banqueroute déguisée – aggravée encore probablement par la chute des cours de la rente liée à la mise sur le marché d'une quantité abondante de 5 %. Louis écarta cette

8. La position de Louis ne rassurait en rien les préfets confrontés, après la chute de l'empereur, à la fureur paysanne face à une fiscalité devenue insupportable. Le préfet de la Dordogne interpellait ainsi l'Intérieur : « La haine du peuple contre cet impôt va jusqu'à la fureur. Il y a nécessité de changer la dénomination, le mode et les employés de cet impôt », AN, F 7027, 1er juin 1814.

9. Les recettes provenaient pour 340 millions des contributions indirectes, pour 120 de l'enregistrement et des domaines, pour 130 des contributions indirectes et pour 28 de diverses ressources.

idée et annonça devant la Chambre que tous ses efforts seraient consacrés à constituer des moyens d'extinction et d'amortissement de la dette publique. Cela engageait, selon Louis, à se mettre à l'école de l'Angleterre afin de donner aux créanciers de l'État, si longtemps victimes de la médiocre bonne foi des pouvoirs publics, des garanties d'une solidité incontestable, ce qui passait par des engagements précis en faveur de l'amortissement.

Ce projet de budget était aussi éminemment politique. Les forêts mises en vente étaient à l'origine, pour une large part, des biens de l'Église, ce qui eut pour effet de provoquer la fureur des ultras. La colère de la droite était d'autant plus forte que cette cession des forêts revenait en fait à confirmer la vente des biens nationaux par la nouvelle monarchie et éloignait un peu plus le projet d'un retour à l'ancienne société. Louis innova alors en proposant, pour régler l'arriéré, d'émettre des bons du Trésor remboursables en 3 ans et émis à 8 % destinés à régler uniquement l'arriéré – des bons appelés « reconnaissances de liquidation » émis au fur et à mesure des besoins et des liquidations successives de cet arriéré. Comme gage spécial de ces valeurs, Louis affectait la vente de 300 000 hectares de forêts, provenant pour l'essentiel de confiscations du clergé – une façon de rassurer les détenteurs de biens nationaux. Au terme des remboursements sur 3 ans, si la rente était parvenue à un taux élevé, on pourrait, au moyen d'un emprunt émis à des conditions avantageuses pour l'État, acquitter la portion de l'arriéré qui resterait à rembourser – ce que put faire Villèle ultérieurement, en effet.

Grâce à la politique de Louis, la situation financière commença à se stabiliser. La rente remonta rapidement à 78 et on eut la satisfaction, du côté du pouvoir, de voir les recettes dépasser les prévisions en dépit d'un environnement économique très précaire. Pour rassurer les notables, le gouvernement avait eu recours, de manière tout à fait nouvelle, à un mécanisme de bons du Trésor[10] qui, assurés d'un remboursement certain, étaient appelés à un grand avenir. Les propositions de Louis furent validées dans la loi du 23 septembre 1814. Face aux critiques, le ministre avait donc défendu avec pugnacité les intérêts des nouveaux notables et fait entrevoir de nouveaux liens entre les créditeurs de l'État, avant-garde de l'ordre social et la puissance publique, inaugurant alors, à sa manière, le siècle des rentiers :

> « On peut – disait-il – diviser la propriété en trois classes : les propriétés immobilières, ce sont les plus solides, elles se défendent plus facilement ; les propriétés mobilières et les contrats, elles courent plus de risques ; et les propriétés des créanciers de l'État, elles sont exposées à plus de dangers,

10. Il en fut émis 36 millions.

elles forment le corps avancé des propriétés, elles n'ont pas de moindres droits à la protection du gouvernement. Tant qu'elles sont respectées, les autres n'ont rien à craindre ; mais dès qu'elles sont attaquées, toutes les autres sont en danger, à découvert et bientôt entamées. »

Louis avait toutefois pris des risques politiques importants dans ses choix[11]. L'allégement des droits sur les cotons en laine, alors que la prohibition sur les tissus était maintenue, était une victoire des cotonniers, fer de lance de l'industrialisation napoléonienne, mais il affaiblissait les revenus tirés des douanes. L'aristocratie, nostalgique de ses privilèges, était tenue à l'écart des nouveaux équilibres[12]. Le maintien des « droits réunis » contre les promesses faites par le comte d'Artois suscita, selon Beugnot, « la guerre des cabaretiers » contre le gouvernement. Le maintien des centimes additionnels de 50 ct, mis en place par l'Empire, était maintenu au détriment des consommations populaires. Une diminution drastique des dépenses militaires dressa l'armée contre le régime et mobilisa les 12 000 officiers à demi-solde qui n'étaient pas payés alors que le gouvernement disposait d'une réserve de 72 millions[13]. Le refus assez mesquin de régler le paiement de la rente due à l'Empereur parti pour l'île d'Elbe mobilisa les napoléoniens. Réussite financière, le budget présentait de gros risques politiques et les ultras eurent beau jeu d'affirmer, plus tard, que les choix de Louis avaient provoqué le retour de l'Empereur et son succès auprès des classes populaires.

II. LE FARDEAU DES CENT-JOURS

Les Cent-Jours aggravèrent fortement les difficultés financières du gouvernement et imposèrent de repenser en profondeur le problème de la dette. La rente, qui était montée à 80 F à la veille du débarquement de l'empereur, tomba à 54 F en juin, exprimant la défiance des notables face à l'aventure napoléonienne qui, faute de rentrées inédites, se nourrit d'expédients : vente accélérée des bois, enveloppe de 15 millions soutirés à la Banque de France, souscriptions des receveurs généraux, aliénation par les soins d'Ouvrard de 35 millions de rentes

11. Charles-Louis Audiffret*, Souvenirs sur le baron Louis*, Paris, De Grapelet, 1841.
12. Le débat sur le budget eut lieu du 29 août au 23 septembre 1814. On trouve les commentaires de Louis à travers un ouvrage publié par Athanase-Jean-Baptiste Bricogne, son porte-parole. *L'opinion d'un créancier de l'État sur le budget présenté le 22 juillet 1814*, Paris, 1814.
13. H.-G. Delorme, *Mémoire sur les finances et réfutation du budget de 1816*, Paris, Dentu, 1816.

tirés de la Caisse d'amortissement[14], dons… – autant de ressources aléatoires qui interdisaient à l'Empereur, quoi qu'il arrive, de mener une guerre longue.

Devant le désastre provoqué par l'occupation militaire du territoire et les pillages des armées d'occupation, le nouveau gouvernement, dans lequel Louis retrouva sa place, leva une contribution extraordinaire de 100 millions partagée entre les départements, selon le niveau de leurs difficultés[15]. La contribution, répartie par des comités locaux de notables, devait être essentiellement supportée par les principaux capitalistes et propriétaires des départements. Le 20 novembre 1815, un traité imposa à la France de redoutables charges nouvelles :

– une indemnité de guerre de 700 millions payable en 5 ans, pouvant être réduits à 3 ans si l'ordre revenait ;

– une occupation d'une armée de 150 000 hommes aux frais de la France ;

– le paiement des sommes dues par la France au fil de ses occupations à l'étranger avant 1814 et 1815.

Chaque jour, la France devait régler 383 589 F à l'occupant. Globalement, le budget de la France allait être alourdi de moitié sans espoir d'échapper à cette charge. Les 700 millions devaient être payés jour après jour au moyen de bons au porteur sur le Trésor royal.

La victoire des ultras aux élections du 19 août 1815 emporta le ministère Talleyrand-Fouché, et Louis par conséquent[16]. Dans le nouveau gouvernement formé par le duc de Richelieu, il revint à Corvetto de faire face au fardeau financier supplémentaire légué par les Cent-Jours, à un moment où l'appétit de vengeance des nouveaux occupants rendait tout atermoiement aléatoire. Le budget avait été arrêté pour 1814 à 1 milliard 246 millions ; Louis proposant une économie de 418 millions avait réduit les dépenses à 827 millions. Sur cette somme, l'Empire avait déjà dépensé 331 millions, il ne restait plus alors à dépenser que 396 millions pour les 7 mois suivants[17].

Corvetto était originaire de Gênes où il avait été un avocat d'affaires talentueux. Très lié aux milieux francophiles italiens, il avait été placé par les

---

14. La Caisse avait été supprimée en droit par la loi du 23 septembre 1814, ses fonds devant revenir au gouvernement. Alain Plessis, « Entre les caisses chargées de l'amortissement sous l'Ancien Régime et les deux caisses de 1816 : La caisse d'amortissement de Napoléon (1799-1815) », *in* Alya Aglan, Michel Margairaz, Philippe Verheyde (dir.), *1816 ou la genèse de la Foi publique. La fondation de la Caisse des dépôts et consignations,* Genève, Droz, 2006, p. 43-64.

15. Yves Guéna, *Le baron Louis, op. cit.*

16. Noëlle Dauphin, *La Chambre introuvable,* thèse sous la direction de Philippe Vigier, université de Paris X, 1982.

17. Jean-Baptiste Nervo, *Le comte Corvetto*, Paris, Michel Lévy, 1869, p. 58.

Français comme directeur de la République ligurienne et directeur de la banque de Saint-Georges. Sa fidélité à la France, comme sa participation à la rédaction du Code de commerce, lui avait valu de devenir conseiller d'État et d'être décoré de la Légion d'honneur. Il faisait partie de l'entourage de Talleyrand et de Louis et sa nomination à la tête des Finances était déjà un gage de continuité avec l'ancienne administration – en dépit de l'élection de la Chambre introuvable, pour qui reconnaître l'arriéré du nouvel épisode impérial était « ouvrir un crédit illimité au bénéfice des provocateurs futurs de rébellions[18] ». Beaucoup dans la Chambre étaient hostiles aux fortunes mobilières et ne voyaient aucun inconvénient à ce qu'on taxât les rentes ou à ce qu'on les avilît par des consolidations forcées qui en multiplieraient le nombre. Les ultras étaient en fait très favorables à une émission massive de rentes plutôt qu'à un recours à l'impôt qui pouvait affecter le revenu foncier[19].

Dans ce contexte très tendu, Corvetto engagea la bataille du budget de 1816 en décidant de maintenir les droits des créanciers de l'État à la fois pour l'arriéré de 1814 et pour celui des Cent-Jours, quitte à augmenter la part des forêts de l'État mises en vente. Corvetto évalua les arriérés antérieurs à la première chute de l'Empereur à 462 millions, ceux de 1814 et de 1815 à 234 millions en y intégrant les contributions exceptionnelles faites sur les gros contribuables, le 16 août 1815. Fidèle à l'esprit de l'ordonnance du 23 septembre 1814, il s'engagea à régler les 696 millions d'arriérés. Pour 1816, il fixa les dépenses ordinaires à 525 millions et les dépenses extraordinaires liées à la défaite et à l'occupation à 275 millions. Le maintien de 50 centimes additionnels sur les contributions directes et quelques nouveaux droits de douane devaient permettre de maintenir les recettes au niveau des dépenses, à condition de maintenir des mesures d'austérité drastiques. L'État avait du reste voulu montrer son engagement par la compression de plusieurs postes : abandon de 10 millions sur la liste civile du roi, retenue sur le traitement des fonctionnaires…[20]

Il eût été plus satisfaisant bien sûr de faire appel largement à l'emprunt, mais la question fut évacuée d'emblée tant la situation du pays risquait de dissuader tout créditeur. Le marché français lui-même était incapable de porter le poids de très gros emprunts. Les milieux capitalistes français, échaudés par 25 ans d'instabilité, n'avaient guère de raison de faire confiance à un régime imposé par les vainqueurs. Au début de 1816, après avoir fait un sondage auprès de Delessert, Lefebvre et Hottinguer pour explorer la formation d'un consortium

18. *Quelques vues sur les finances,* brochure anonyme, Paris, 1816.
19. Albert-Joseph-Ulpien Hennet, *Théorie du Crédit public,* Paris, Delaunay 1816.
20. A. Vührer, *Histoire de la dette publique en France,* 2 tomes, Paris, Berger-Levrault, 1886.

bancaire, Isaac Thuret, habitué à des opérations importantes, déclarait : « Parler à des banquiers parisiens de grands projets financiers c'est vouloir parler arabe »[21]. De manière confidentielle, dès le printemps 1816, un sondage fait par l'intermédiaire du banquier Baguenault auprès de la banque Baring de Londres associée à Hope d'Amsterdam avait échoué. Baring était venu discrètement à Paris mais, selon Pasquier, il avait été immédiatement « découragé par les folles idées que la Chambre de 1815 professait en matière de finances[22] » et, de retour à Londres, il avait rompu les négociations. En outre, les deux banquiers avaient soumis une éventuelle intervention au fait qu'il n'y aurait aucune autre inscription de rentes sur le Grand Livre que celles qui leur seraient délivrées.

Un tel engagement était impossible à tenir alors que la majorité ultra de la Chambre, par la voix de Bonald, Bourrienne, La Bourdonnaye et Rougé, restait totalement hostile à la politique tracée par le ministère et dénonçait les ventes de forêts, les obligations à fort intérêt délivrées aux créanciers de l'État, tout comme les nouveaux impôts. Pour Bonald, « c'était de l'estime des gens de bien que le gouvernement devait être jaloux plutôt que de la confiance des agioteurs ». La droite était favorable à de nouvelles émissions de rente qui auraient consisté à rembourser les créanciers de l'État et l'arriéré avec de la rente émise à 100 F quand elle en valait 65 sur le marché. Il s'agissait là d'un nouveau scénario de banqueroute, aggravé par la charge imposée à perpétuité à l'État d'un taux d'intérêt exorbitant de 8 %. Pour Corvetto, les choses étaient claires, il s'agissait d'une nouvelle « banqueroute des deux tiers », celle qui « avait déshonoré le Directoire ».

Pour régler l'arriéré dans le budget de 1816[23], Corvetto fit la proposition – reprenant une méthode qu'avait inaugurée Louis – d'émettre des bons du Trésor portant intérêt à 8 % et remboursables en 3 ans. Pour faire face à une dette accrue, le ministre comptait porter à 400 000 hectares l'étendue des bois de l'État mis en vente. La commission des finances de la Chambre dominée par les ultras s'opposa farouchement à Corvetto et proposa de se débarrasser de la dette par une indemnisation en rentes au pair, renouvelant l'opération déjà envisagée d'une banqueroute partielle qui, à la différence de l'émission de bons du Trésor, risquait d'affecter le crédit de l'État[24].

---

21. Cité par Bertrand Gilles, *La banque et le crédit en France de 1815 à 1848,* Paris, Presses universitaires de France, 1959, p. 35.

22. Étienne-Denis Pasquier, *Histoire de mon temps. Mémoires du chancelier Pasquier,* vol. 4, Paris, Plon, 1893-1894, p. 342.

23. Jean-Baptiste Rosario Gonsalve de Nervo, *Le comte Corvetto, ministre secrétaire des Finances sous le roi Louis XVIII. Sa vie, son temps, son ministère*, Éditions de 1869, Hachette, BnF, p. 35.

24. Il fallait créer pour 41 millions de rentes sans assurance de pouvoir payer les intérêts, faute de nouvelles ressources fiscales envisagées.

L'ultra Corbière, au nom de la Commission des finances de la Chambre introuvable, exigea le démantèlement du projet gouvernemental et de fait une rupture avec la politique du baron Louis qui s'était engagé à régler l'ensemble des dettes de l'État, quelle qu'en fût l'origine. Corvetto dut retirer son projet et abandonner les engagements liés à la loi du 23 septembre 1814. Contraint de céder dans l'urgence, il présenta le 23 mars 1816 un dispositif qui abandonnait la vente des bois de l'État décidée en 1815 et qui modifiait au désavantage des créanciers le paiement intégral des dettes antérieures de l'État. Elles seraient rassemblées dans un arriéré unique antérieur au 1er janvier 1816, arriéré qui serait alors réglé à la volonté des intéressés :

– soit en reconnaissances non négociables portant intérêt de 5 %, et dont les formes du remboursement seraient fixées au cours de la session de 1820 ;

– soit en rentes au pair alors que le cours était à moins de 60 F.

La défaite du ministère était complète et, avec la sienne, celle du crédit public.

Le gouvernement du duc de Richelieu, réduit alors à vivre d'expédients au jour le jour, était dans l'impasse[25]. Prolonger une politique d'austérité à l'identique revenait à prendre un risque social élevé. Emprunter largement pour régler définitivement le problème de l'arriéré était pratiquement impossible : le marché des grands capitaux, à Londres et à Amsterdam, restait fermé à une France aux choix politiques si conflictuels. Toute issue réaliste se heurtait à l'intransigeance des ultras, bien décidés désormais à rompre avec la bourgeoisie créditrice de l'État. Baring, lors de son voyage à Paris, l'avait immédiatement compris : il n'était pas possible d'avancer la moindre solution sans se débarrasser de la Chambre introuvable. Le conseil ne fut pas oublié. La décision de la dissolution, prise pendant l'été 1816 après des entretiens entre Decazes, Richelieu et Corvetto, devint effective le 5 septembre.

III. LA CAISSE D'AMORTISSEMENT, UN NOUVEL ENGAGEMENT DE LA « FOI PUBLIQUE »

Immédiatement, le ministre des Finances fit une présentation du budget de 1817 qui allait marquer une rupture avec l'héritage de la Chambre introuvable. Corvetto, qui évaluait l'arriéré encore à solder à 696 millions, présenta de nouvelles modalités de remboursement. Pour permettre aux porteurs de

25. « Rapports de Corvetto au Roi », cités dans « La détresse du Trésor en 1816-1817 », *in Mémoires de l'Académie des sciences morales et politiques,* octobre 1924.

reconnaissances non négociables de disposer immédiatement de leur capital, une option leur était offerte :

– soit le remboursement intégral des reconnaissances à partir de 1821, par cinquième, en rentes consolidées au cours des 6 derniers mois qui précéderaient l'échéance ;

– soit la conversion immédiate en rentes perpétuelles, mais pour la valeur nominale de la rente.

Dans le premier cas, le remboursement était différé, mais fixé au cours réel de la rente ; dans le second, le remboursement était immédiat, mais à la valeur nominale de la rente.

Quant au budget de 1817[26], en dépit du maintien d'une forte pression fiscale et des retenues sur les traitements des fonctionnaires, il nécessitait de trouver encore 314 millions. Le ministre proposait désormais de recourir à l'emprunt. Mais pour s'engager dans cette voie, il fallait avancer de nouveaux arguments susceptibles de rassurer les créditeurs de l'État. La nouvelle Caisse d'amortissement contribua ainsi de manière très nette à faire évoluer la conception que l'on se faisait alors de la dette[27].

La Caisse était pourtant née à droite, le 28 avril 1816, sous la domination politique de la Chambre ultra. Sans grande culture économique, ces députés du royalisme de province n'avaient guère mesuré, au moment du vote de la loi d'avril, toutes les implications et les enjeux qui s'attachaient à la création d'une nouvelle Caisse d'amortissement. À leurs yeux, la Caisse faisait partie d'une panoplie de mesures qui, fondamentalement, visaient à rétablir l'ordre social à nouveau menacé. Toutefois, l'un des chefs politiques les plus pertinents de la droite, Villèle, avait appuyé la création d'une institution dans laquelle il voyait d'abord un outil pour condamner les « spoliations » de la Révolution et de l'Empire : « Nous ne verrons plus, disait-il, les trésors de l'État sacrifiés à la puissance fantastique d'un crédit imaginaire fondé sur la régularisation impossible d'un passé si fécond en spoliations et en voleries de toutes espèces. » De leur côté, les libéraux appuyèrent vivement sa création, guidés par une autre pensée. Barante avança l'idée qu'une nouvelle Caisse, dotée de moyens importants pour amortir la dette par étapes, constituerait un

26. Le budget comportait 628 millions de dépenses ordinaires et 460 millions de dépenses extraordinaires soit un total de 1,88 milliard. Du côté des ressources, les recettes attendues se montaient à 774 millions.

27. L'ancienne Caisse d'amortissement lancée par Mollien sous le Consulat n'avait jamais été indépendante du gouvernement en 1816, elle était dépourvue de fonds et son dernier avoir avait été utilisé par Mollien pour faire face à l'urgence pendant les Cent-Jours. Elle fut dissoute le 28 avril 1816.

outil indispensable pour que « les prêteurs qu'on appelle au secours de l'État soient convaincus de la volonté et de la puissance qu'on aura d'être fidèle aux engagements contractuels ». Lorsque le gouvernement annonça qu'elle pourrait être dotée par une partie de la vente des forêts de l'État, la droite ultra changea de position et y vit alors un moyen détourné de spoliation des anciens biens de l'Église[28].

La particularité de l'institution était d'être tenue à distance du gouvernement, dont la tutelle ne s'exerçait que par la nomination de son directeur. Placée sous le contrôle de la Chambre, qui n'était qu'un contrôle de la conformité de son fonctionnement, elle était aussi protégée des conflits politiques. La commission de surveillance comportait aussi bien des ultras que des doctrinaires ou des technocrates napoléoniens repentis[29]. Mais elle appartenait à un autre registre du politique, celui qui touche aux intérêts fondamentaux d'un corps social né de la Révolution, celui qui relève – comme le déclara le rapporteur de la loi de 1824 – de « l'intérêt général de l'État ». Pour Nicolas Bricogne, en coulisse de sa mise au point, le temps était venu de placer le crédit public hors de portée du destin des gouvernements ou des hommes providentiels : « Il est temps que le crédit public cesse de n'être que le crédit du ministre ; il faut qu'il ne soit pas seulement le crédit d'un gouvernement qui pourrait changer de système en changeant de chef ou de forme, il faut qu'il devienne le crédit de l'État[30] ». Corvetto lui faisait écho, convaincu que la France ne pourrait sortir de ses difficultés qu'en empruntant beaucoup – une option nécessaire pour relancer la croissance économique, clé des ressources fiscales : « Un amortissement que rien ne détourne de sa marche, et dont le fonds s'accroît toujours par des capitalisations continuelles, est un ressort de crédit dont le développement n'a point de limites, et dont l'influence sur la modération du taux de l'intérêt et sur la loyauté des transactions doit donner un essor considérable à la circulation des capitaux et à la multiplication des

28. Benoist, député constitutionnel, fixa la doctrine en commission à la chambre le 30 mars 1816 : « La Caisse n'est pas une arme avec laquelle le gouvernement veuille lutter contre les joueurs à la hausse et à la baisse ; c'est un organe de la vie financière de l'État, organe qui entretient le mouvement et la circulation et maintient par la seule opération dont il est chargé un juste équilibre entre l'accroissement possible et la réduction calculée de la rente. C'est en ce sens qu'il est essentiel que la caisse n'ait pas d'autres fonds à sa disposition que ceux qui lui sont attribués parce qu'alors on pourrait l'accuser d'entrer elle-même dans le jeu de favoriser tantôt à la hausse tantôt à la baisse pour amortir plus facilement. Ces moyens sont indignes d'un gouvernement », Chambre des députés, 30 mars 1816, Archives parlementaires imprimées, 1816.

29. En 1817, le fonds de dotation de la Caisse fut porté à 40 millions. Cela devait permettre d'amortir 88 millions de rentes d'ici 1830 au cours de 60 F, soit un peu plus d'un milliard de capital.

30. Francis Démier, « La Caisse d'amortissement dans les débats politiques de la monarchie constitutionnelle », *in* A. Aglan et *al.* (dir.), *1816 ou la genèse de la Foi publique…, op. cit.*

échanges[31] ». L'une de ses premières décisions après la formation du nouveau gouvernement fut du reste de porter le fonds d'amortissement à 40 millions qui, renouvelé chaque année, devait permettre vers 1830 de diminuer la dette à un niveau compatible avec le retour de tous les équilibres économiques.

Avec la nouvelle Caisse d'amortissement, on entrait dans une société où le crédit associé à l'idée de contrat chère à la bourgeoisie excluait l'usage de la force et de la contrainte[32]. La Caisse, soulignait l'économiste Charles Ganilh, ouvrait une période qui rompait aussi bien avec la monarchie ultra qu'avec l'Empire, en affirmant que le crédit public ne pouvait exister dans un pays dirigé par un pouvoir absolu tandis que ses défenseurs se revendiquaient de l'article 70 de la Charte, qui stipulait que « toute espèce d'engagement envers les créanciers est inviolable ». Les économistes libéraux, de leur côté, mettaient en avant l'expérience anglaise et l'utilisation efficace des théories de l'amortissement de Price qui avaient permis à l'Angleterre, en étendant massivement le marché des porteurs, d'emprunter auprès du public 713 millions de livres[33] entre 1786 et 1817 et de faire face à toutes ses obligations avec une dette 15 fois supérieure à celle de l'État français.

Mais derrière l'universalisme des références morales auxquelles faisaient allusion les économistes se trouvait en fait le porteur de rente, promu au premier rang des reconstructeurs de société. Or, derrière le personnage du porteur de rente se profilait pour l'essentiel une bourgeoisie en quête d'une stabilisation des acquis de l'épisode révolutionnaire. Cela revenait à prendre la France de l'aristocratie de front, déchaînant ainsi les remontrances des ultras, surtout quand l'on apprit que la dotation de l'amortissement serait renforcée par l'affectation de 150 000 ha de forêts de l'État.

IV. LA CITY, NOUVEAU LEVIER DU REDRESSEMENT FRANÇAIS

Le banquier Laffitte, aiguillon libéral du gouvernement Richelieu, associait un projet plus général de redressement de l'économie française à la mise en place de la Caisse et, au-delà, à l'entrée résolue de la France dans la voie du

31. Jean-Baptiste Nervo, *Les finances françaises sous la Restauration, 1814-1830*, t. 4, Paris, Michel Lévy, 1865, p. 87.

32. Roger Priouret, *La Caisse des dépôts : 150 ans d'histoire financière,* Paris, Presses universitaires de France, 1966.

33. La Caisse d'amortissement anglaise avait racheté 204 millions sur les 713 millions empruntés.

crédit moderne[34]. Laffitte prévoyait un déficit de 200 millions dans l'exercice budgétaire et affirmait que régler le problème par une augmentation d'impôts affecterait profondément la consommation et entraverait la reprise. Il écartait aussi le recours à l'inflation et jugeait catastrophique l'emprunt forcé. La seule et unique solution pour sortir la France de ses difficultés était alors l'emprunt. Il préconisait d'emprunter 800 millions entre 1817 et 1820, ce qui ne pouvait se faire qu'en apportant le plus grand soin à la restauration du crédit de l'État. La Caisse d'amortissement constituait, à ses yeux, l'outil privilégié de cette option parce que, disait-il, « il est impossible de trouver à emprunter si l'on n'offre des conditions de garanties manifestes du remboursement exact du capital que l'on veut se procurer et du paiement exact de l'intérêt de ce capital […] il faut se résigner à être esclave de ses engagements[35] ».

Toutefois, pour s'engager dans la voie tracée par Laffitte, retrouver les grands équilibres financiers et libérer le territoire, les épargnants français faisaient défaut et le gouvernement se heurtait à l'immaturité et à la méfiance du marché financier français. Comme le déclarait le chancelier Pasquier, il fallait voir beaucoup plus large : « Ce n'était pas trop de tous les capitalistes de l'Europe pour porter le fardeau ; pour obtenir leur confiance, il fallait l'autorité, la garantie des premières maisons des pays où l'on avait l'habitude de ces grandes et difficiles opérations[36]. »

Cette option était désormais envisageable. La création de la Caisse, les prises de position du gouvernement de Richelieu et la défaite politique évidente du courant ultra persuadèrent les grandes banques étrangères qu'il était désormais possible, et probablement très rentable, de négocier avec le gouvernement français les emprunts dont il avait besoin, d'autant que les puissances occupantes recherchaient elles aussi les moyens de se faire payer par la France.

Dès le mois de décembre 1816, Ouvrard proposa à Corvetto d'entrer à nouveau en contact avec la City. Ouvrard fit deux voyages, à Amsterdam et à Londres, pour entrer à nouveau en contact avec Hope et Baring, mais il ne reçut qu'une réponse dilatoire. Finalement, et à un moment où Wellington s'inquiétait beaucoup de la situation française et du versement des sommes dues par la France, Hope et Baring – ce dernier accompagné de son beau-frère, le banquier Labouchère, habitué aux contacts franco-britanniques depuis la paix d'Amiens – se rendirent à Paris le 20 janvier 1817. Après de longues hésitations,

---

34. André Liesse, « Jacques Laffitte, sa vie et ses idées financières », *Revue des Deux Mondes*, t. 42, 1907, p. 962.

35. Jacques Laffitte, *Réflexions sur la réduction de la rente et sur l'état du crédit*, Paris, Galerie Bossange, 1824, p. 134.

36. E.-D. Pasquier, *Histoire de mon temps…, op. cit.*, t. 4, p. 147.

le 10 février, Baring et Hope se résolurent à prendre 9 millions de rentes au cours de 55 F, pour un capital d'environ 93 millions. Un nouveau traité fut signé en avril et les banquiers anglais prirent alors 8 millions de rentes, pour un capital de 94 millions ; un troisième traité associa cette fois à Hope et Baring, Perregaux et Laffitte, étant entendu que cet accord devait s'ouvrir à d'autres noms de la banque française. Cette clause visait à apaiser des banquiers de la place de Paris qui pensaient, tardivement, que l'opération pouvait être bonne. La dernière opération se fit en effet à un cours de 56,50 F, ce qui fut un succès pour le gouvernement, puisque la transaction permit de disposer d'un peu plus des 300 millions attendus pour sortir de l'impasse. Le recours à des banques étrangères, à un moment où le marché français était trop étroit et méfiant, fut une initiative judicieuse de Corvetto, qui déclara alors que « l'étranger nous apporte lui-même les fonds destinés à le payer sans exiger le remboursement du capital et moyennant la seule promesse du service des intérêts ». Devenant créanciers de la rente française, les vainqueurs d'hier avaient désormais intérêt à ne pas trop charger le débiteur pour rendre sa solvabilité plus facile.

Le succès politique des emprunts transforma sensiblement la situation du gouvernement français, jugé désormais stable et solvable par les puissances étrangères. Richelieu put même annoncer triomphalement qu'il avait obtenu, le jour même de la signature du traité, le retrait du 1/5e de l'armée d'occupation. En dépit d'une situation économique rendue dramatique par une famine provoquée par la très mauvaise récolte de 1816, le budget de 1817 fut stabilisé grâce aux 314 millions d'emprunts. Corvetto, convaincu qu'il était possible de conforter ses positions, décida de consacrer à la Caisse d'amortissement la vente de 150 000 ha de forêts, et s'engagea à revenir sur les dommages infligés aux créditeurs de l'arriéré en transformant leurs obligations en reconnaissances négociables permettant d'obtenir de l'argent frais.

Pour donner au redressement opéré par Corvetto sa dimension la plus forte, l'enjeu était d'obtenir en 1818 la libération du territoire. Financièrement, la solution dépendait de la puissance du crédit public. Était-il assez affermi pour pouvoir fournir les sommes nécessaires aux dépenses extraordinaires de 1818 et au paiement anticipé des deux derniers termes de l'indemnité de guerre ? La solution du problème fut retardée par la lutte qu'il fallut mener pour échapper aux pressions des étrangers qui, souhaitant le remboursement de dettes privées liées à la Révolution ou à l'Empire, firent parfois remonter leurs prétentions – comme ce fut le cas du duc d'Anhalt – à Henri IV[37] ! Le rapporteur du budget

37. Un accord fut trouvé sur la base de 12 millions de rentes au capital de 240 millions. Mais après une dure bataille, il fallut accorder aux Anglais un supplément de 3 millions.

de 1818, Beugnot, pensait toutefois que le gouvernement était sur le bon chemin : « La confiance a enfin pris racine et le paiement des dépenses publiques a été fait avec ponctualité […] les capitaux français enhardis n'auront plus besoin pour se produire d'assistance étrangère et le concours sur les marchés des fonds de tous les pays doit exercer sur le prix de la rente une utile influence[38] ». Pour boucler le budget de 1818, le gouvernement fut autorisé à ouvrir des emprunts jusqu'à 56 millions de rentes, dont 40 millions devaient être « remis » aux puissances étrangères, et 16 millions, destinés au budget de l'État, furent lancés sur le marché national. Pour la première fois depuis Louis XVI, l'État osait ainsi émettre en France un emprunt de cette importance. Pour lancer cet emprunt, le gouvernement prit toutefois la précaution de ne pas descendre en dessous de lots de 20 000 F de rentes. Le public répondit que sa confiance était entière dans la probité et la solvabilité du gouvernement. Pour 16 millions d'emprunts offerts, les soumissionnaires en sollicitèrent 163 millions. Les bénéfices réalisés par les prêteurs de 1817, qui avaient payé la rente à 52 F alors qu'elle montait désormais à 67 F, avaient convaincu le public que la dette de l'État était désormais une bonne dette. En revanche, pour le paiement des derniers emprunts de la libération du territoire, les alliés exigèrent la garantie des maisons Hope et Baring. Richelieu déclara alors : « Je bénis le ciel que nous ayons eu M. Baring à mettre en avant ; avec la méfiance des Prussiens, nous n'en aurions jamais fini si nous n'avions eu un homme de cette solvabilité à leur présenter ». Après que Baring, par une convention du 31 mai 1818, s'était engagé à prendre 21 millions de rente à 67 F, la convention qui fixait l'évacuation du territoire français fut conclue le 9 octobre au congrès d'Aix-la-Chapelle. Comme l'avait envisagé Louis et Corvetto, la France, en réglant tout son arriéré et en s'endettant grâce à une confiance renouvelée dans sa politique financière, avait pu libérer son territoire et reprendre rang en Europe. Elle n'était plus sous la main de l'étranger.

Un optimisme nouveau poussa de plus en plus le public vers l'acquisition de rentes françaises. Dans l'été 1818, le cours de la rente atteignit 80 F au terme d'une véritable spéculation, brutalement interrompue par des reventes massives de rentes acquises par la Prusse, qui avait alors de grands embarras d'argent. Les Anglais, inquiets de cette situation, obtinrent que les rentes françaises soient mises sur le marché international avec un délai élargi et que l'opération de leur remplacement auprès des banques étrangères par des bons du Trésor français à 5 % négociables soit retardée à 1821.

La France s'était libérée, mais à un prix élevé. En 3 ans, la dette publique avait grossi d'environ 95 millions de rente, soit une hausse de plus de 150 % de

38. Cité par Michel Bruguière, *La première Restauration et son budget,* Paris, Droz, 1969.

ce que contenait le Grand Livre à la chute de Napoléon. Cette possibilité tout à fait nouvelle de recourir largement à un crédit qui avait permis d'ancrer le régime des Bourbons dans la société française et de s'émanciper de l'étranger, la France la devait à la solidité et la confiance que Louis et Corvetto avaient pu inspirer au marché. Ce dernier démissionna pourtant, accusé d'avoir laissé libre cours à la spéculation et d'avoir pris pour interlocuteur des banquiers anglais au lieu de la place de Paris. La cabale avait été largement alimentée par Casimir-Perier, mécontent d'avoir été tenu à l'écart de la négociation d'emprunts proposés à Hope et Baring ! En mai 1819, il lança ainsi devant les députés : « Gardons-nous désormais des emprunts à l'étranger, et surtout ne lui empruntons plus des ministres[39] ! », Roy, son successeur aux Finances, prit sa défense.

V. LE REVERS D'UNE DETTE MAÎTRISÉE : LES RENTIERS

Lorsque Villèle prit la direction du gouvernement à la fin de 1821, on mesura les problèmes nouveaux qui s'attachaient à une situation dans laquelle le budget était désormais équilibré, la dette publique maîtrisée malgré son augmentation, et la confiance des capitalistes revenue en dépit du tournant à droite de la Restauration[40]. À la fin de l'année 1820, la rente, dont le succès ne s'était pas démenti, frôla le pair. Le 17 février 1824, pour la première fois, la Caisse dut racheter la rente 5 % au-dessus du pair. Racheter de l'emprunt à 110 F ce que l'on avait vendu à 100 F (en fait beaucoup moins, car une large partie de la dette avait été vendue autour de 60 F) représentait une opération négative pour l'État. Au-delà de la question de la dette, qui était désormais contenue, il fallait prendre en considération le fait que la hausse de la rente fixait un grand flux de capitaux sur l'emprunt d'État au détriment d'un investissement agricole et industriel auquel Villèle accordait une grande importance. Ce dernier, très attentif au modèle économique anglais des *landlords*, souhaitait renforcer économiquement la propriété foncière dont les élites, dans son esprit, avaient vocation à exercer le pouvoir politique. Mais il pensait également, à contre-courant de sa base ultra, qu'il fallait laisser à la manufacture tous les moyens de se développer. Pour cette raison, Villèle pencha pour la conversion, susceptible de drainer plus de capitaux vers la production.

Si les Anglais la pratiquaient fréquemment, la manœuvre était toutefois plus difficile à réaliser en France qu'en Angleterre, où l'on pouvait jouer sur

39. Maurice Gontard, *La Bourse de Paris (1800-1830)*, Paris, Edisud, 2000, p. 5.
40. Jean Fourcassié, *Villèle,* Paris, Arthème Fayard, 1954.

l'ensemble des emprunts émis à des taux différents, alors qu'en France tout était en 5 %. Villèle fit valoir que, comme tout débiteur, l'État pouvait rembourser ses créanciers à toute époque et substituer à sa dette primitive une dette nouvelle contractée à de meilleures conditions d'intérêt. Le 5 % étant trop élevé, il pensait donc à une émission nouvelle à 3 % qui consisterait à offrir au porteur de rente le choix entre une réduction du taux d'intérêt ou le remboursement, qui devait alors porter sur la valeur nominale de l'emprunt, c'est-à-dire au pair. Le gros des rentiers serait certes lésé, mais il fallait mesurer le gain en capital réalisé par ceux qui avaient pu acheter entre 55 et 70 F et qui se voyaient remboursés au pair. Mesurant les difficultés de la conversion, Villèle, pour élargir le consensus politique autour de la décision, commit l'imprudence de laisser entendre que l'argent gagné par l'État dans la conversion permettrait de régler aussi l'indemnisation des émigrés. Cette décision de consensus devait à la fois répondre aux demandes permanentes de l'aristocratie et convenir à la bourgeoisie, qui avait acquis des biens nationaux dont la valeur était hypothéquée par le risque politique d'une réaction.

Mollien souligna aussitôt le risque que comportait, pour l'État, un remboursement massif de rentes détenues par les particuliers au cours le plus haut. Les banquiers parisiens, désormais beaucoup plus confiants, s'engagèrent à garantir toutes les demandes de remboursement en échange d'un abandon de la première annuité des économies de la conversion, soit 30 millions. Villèle, soutenu par Rothschild[41] et Laffitte, confia alors à son père, dans une lettre : « les hommes d'argent préoccupés seulement des gains qu'ils voyaient à recueillir dans le moment, me secondaient de leur mieux dans une œuvre destinée à réduire leur bénéfice futur par la diminution des taux d'intérêt[42] ». En avril 1824, Villèle présenta à la Chambre des députés un projet de conversion tendant à substituer aux rentes 5 % des rentes 3 % au taux de 75 F. Cela revenait en fait à offrir aux détenteurs de titres un taux de 4 %. La bourgeoisie libérale fut immédiatement divisée. Allait-on amputer le revenu des rentiers pour indemniser l'aristocratie émigrée ? Casimir-Perier, qui avait été tenu à l'écart des tractations et du consortium parisiens des banquiers, prit la tête des Parisiens, qui constituaient à eux seuls les trois quarts du groupe des rentiers. Il accusa Villèle de vouloir trouver une issue à ses difficultés en opposant la capitale et ses rentiers à la province de la rente foncière. À la tête des ultras, Crignon d'Auzouer, qui possédait, selon Villèle, 70 000 F de rentes achetées dans des conditions obscures au prix de 7 F, accusa le ministre de renouer avec l'époque de la banqueroute

41. Jean Bouvier, *Les Rothschild*, Paris, Fayard, p. 80-83.
42. Jules de Villèle, *Mémoires et correspondance,* Paris, 1888, p. 245.

des deux tiers. Une fronde éclata dans les salons. Villèle remarque, dans ses *Souvenirs*, que les femmes « du haut parage voyaient comme conséquence de la conversion des rentes la suppression d'une de leurs voitures, d'autres la réduction de leur pension de toilette, celle-ci la privation d'un maître utile à l'éducation de leurs enfants, celle-là la nécessité de congédier sa cuisinière ».

L'économiste Ganilh, dont l'autorité intellectuelle était forte dans les rangs libéraux, pensait que la conversion ne devait pas se limiter aux 140 millions envisagés, mais à l'ensemble des fonds publics[43]. Il soupçonnait que les achats de la Caisse d'amortissement nourrissaient la hausse au-dessus du pair et souhaitait qu'avant la conversion on réduise fortement l'amortissement. Villèle, lui, restait convaincu de la fragilité du dispositif français, de la position de la France en Europe et pensait que l'État devait garder la main dans une perspective de modernisation de l'économie difficile à mettre en œuvre. Pour lui, l'amortissement n'était pas le remboursement de la dette, mais la possibilité de disposer d'un outil financier efficace, capable de faire face à une crise en disposant de la confiance pour emprunter rapidement. L'amortissement ne pouvait être abandonné, ni aux ambitions des rentiers qui souhaitaient valoriser leur capital, ni aux récriminations des contribuables qui voulaient faire baisser l'impôt au détriment de la dotation[44].

Le processus de remboursement de la dette, dans lequel la Caisse jouait un peu le rôle d'assurance, avait contribué à constituer un nouveau bloc social dominant dont la composition relevait d'un arbitrage de l'État. Villèle était assez clair sur ce point en déclarant : « Nous avons combiné les diminutions que l'État devait apporter dans ses charges avec les dédommagements que les rentiers sont en droit d'attendre de la loyauté du gouvernement […] Ils sentiront, nous le pensons du moins, l'avantage de continuer avec lui une association d'intérêts qui semble leur avoir été jusqu'à présent profitable[45]. »

Si la loi de conversion fut finalement votée au terme d'une longue bataille d'amendements à la chambre des députés par 238 voix contre 145, elle ne passa pas en revanche à la chambre des pairs. Haine de Chateaubriand à l'égard de Villèle, retournement du comte Roy, ex-ministre des Finances qui, avec un portefeuille de 500 000 livres de rentes, était l'un des plus gros rentiers français, autant d'adversaires furent rejoints par Casimir-Perier, qui affirmait que la poussée de la rente au-dessus du pair n'était pas due à une véritable abondance de capitaux, mais à l'afflux de l'argent étranger à Paris en quête de bonnes

43. Charles Ganilh, *De la réduction de la rente,* Paris, 1824.
44. Vital Roux, *Analyse historique de l'établissement du crédit en France*, Paris, Bossanges, 1824.
45. J. de Villèle, *Mémoires et correspondance*, *op. cit.*, p. 312.

affaires. Monseigneur de Quélen, archevêque de Paris, donna une dimension sociale au débat et prit la défense du petit porteur qui allait être plongé dans la misère. Il dramatisa la question sociale en affirmant que la chute des revenus de la rente serait aussi la chute des aumônes et de la bienfaisance dans une grande ville comme Paris !

Battu sur un projet au centre d'un vaste dispositif économique et politique qui prenait appui sur la Caisse, Villèle dut réviser ses ambitions à la baisse et proposer, en 1825, un nouveau texte très en deçà de la conversion obligatoire qu'il avait voulu promouvoir. La conversion du 5 au 3 devint facultative dans un délai de 3 mois. L'opération perdait largement de son sens puisque les porteurs pouvaient s'y dérober.

Conclusion

Globalement, la politique financière de la Restauration avait toutefois atteint ses objectifs en montrant, à la différence des régimes précédents, sa capacité non pas à diminuer sa dette – elle avait triplé pendant la période – mais à la gérer efficacement. À la fin des années 1820, le service de la dette tournait autour de 20 % des dépenses et représentait 2,1 % du produit physique, contre 1,75 % en 1814.

Les grands emprunts internationaux de la période se présentaient comme suit (voir tableau 1).

Tableau 1

Les grands emprunts internationaux

Année	*Emprunt*	*Montant (F)*	*Niveau de l'émission de la rente (F)*
1817	1er	8 600 000	55
1817	2e	9 000 000	64
1818	3e	14 600 000	66,50
1818	4e	17 800 000	67
1821	5e	12 512 220	85,55
1823	6e	23 114 516	89,65

La confiance des détenteurs de capitaux était revenue dans le sillage de budgets en équilibre, à l'exception de ceux de 1827 et de 1830, et sous l'effet

d'une intervention judicieuse de la Caisse d'amortissement[46]. Les détenteurs de la dette pouvaient être satisfaits : en 1830, le 5 % était coté à 109 F, le 4,5 % à 108 F et le 3 % à 85 F. Grâce à l'habileté de Louis et Corvetto, cette gestion de la dette avait permis d'atteindre des objectifs politiques très importants. Le plus remarquable est sûrement la libération du territoire, condition de la mise en place d'une politique d'industrialisation fixée dans le cadre de frontières douanières solides capables de résister à la pression anglaise. Le gouvernement avait pu mener à bien l'indemnisation des émigrés et celle des colons de Saint-Domingue, ce qui, à défaut de consolider en longue durée la propriété foncière comme l'espérait Villèle, avait rendu les acquisitions de biens nationaux définitives.

Cette politique avait pu être menée à bien parce que l'économie française avait fait preuve, très tôt, d'un dynamisme remarquable, mais aussi parce qu'une fiscalité reprise à celle de la Révolution et de l'Empire avait permis de prélever, en moyenne, 10 % sur le produit physique. Si l'impôt foncier avait été allégé à plusieurs reprises[47], la charge la plus importante du règlement de la dette avait, en revanche, pesé sur les épaules du peuple. Pendant toute la période, les consommations populaires avaient dû supporter des taxes indirectes très lourdes sur les boissons, le tabac, le sel… un ensemble passé de 30 % des recettes à 50 % en 1830[48].

Il faut encore mesurer les limites de la réussite financière de la Restauration, dont l'ampleur a souvent été exagérée en l'opposant à une présentation catastrophique de l'épisode révolutionnaire et impérial. La France était beaucoup moins pauvre qu'on l'a souvent affirmé. Le refus de l'empereur de recourir au crédit et l'absence de mécanismes financiers modernes n'avaient pas permis de débusquer l'argent retenu par crainte des aventures militaires et de leur coût. Le pays avait accumulé des réserves disponibles qui attendaient les opportunités offertes par un régime stable.

Avec la Restauration, la dette, reposant désormais sur la doctrine de la « foi publique », était devenue – un peu sur le modèle anglais qui mobilisait l'attention des économistes français – une composante décisive de l'équilibre économique national. On en a un indice dans la déclaration du comte de Flavigny à la Chambre le 18 mars 1825 : « Pourquoi poursuivre l'amortissement jusque dans ses derniers retranchements ? Ne convient-on pas généralement qu'il faut à la

46. La Caisse d'amortissement a racheté 53 millions de rentes durant la Restauration.

47. Villèle avait dégrevé la contribution foncière de 45 millions en 1821, puis de 17 millions en 1826.

48. Francis Démier, *La France de la Restauration, 1814-1830. L'impossible retour du passé*, Paris, Gallimard, 2012.

France une dette publique considérable, et cela pour la facilité des transactions et le placement au moins provisoire des capitaux ? Alors, à quoi bon faire des calculs sur son extinction totale ? La génération actuelle n'a-t-elle pas assez souffert et n'est-il pas juste de laisser à nos neveux une partie des charges que nous ont léguées la République, l'Empire et les Cent-Jours ? »

Un profond changement de société s'opérait en effet par étapes, avec l'apparition d'un bloc social dominant de rentiers – cette bourgeoisie de « notables », à la fois ancienne et moderne, qui allait dominer la monarchie de Juillet et, au-delà, une large partie du XIX^e^ siècle. Nous avons un écho de leur influence dans l'échec des tentatives de conversion qui retarderont la diminution du loyer de l'argent pour l'économie française. Il faudra attendre le Second Empire, en 1852, pour que l'État trouve la force de réaliser une première vraie conversion de la dette alors que, dans le même temps, l'Angleterre avait réalisé sept opérations de conversion et était parvenue à réduire l'intérêt de l'argent à 2,5 %.

LA DETTE PUBLIQUE ALLEMANDE APRÈS LA PREMIÈRE GUERRE MONDIALE : ORIGINES ET POLITIQUE DE GESTION

Mark SPOERER

Introduction

Au 31 mars 1914, date de clôture du dernier exercice budgétaire avant le début de la Première Guerre mondiale, la dette publique – ensemble des dettes des communes, des États fédérés et du Reich[1] – s'élève à 26,7 milliards de marks, soit 47 % du produit intérieur brut (PIB) de 1913, un taux d'endettement normal pour une économie développée, donc, et qui n'est pas préoccupant.

La dette du seul Reich (aucune donnée n'est disponible pour les communes et les États fédérés) atteint 105 milliards de marks à la fin de la Première Guerre mondiale et 6 675 milliards de marks 4 ans plus tard, le 31 mars 1923. L'Empire allemand doit par ailleurs, en vertu du traité de Versailles, verser des réparations dont le montant n'est pas encore fixé, mais qui dépassera certainement 100 milliards de marks-or[2]. La dette publique massive de l'Empire allemand, tant intérieure qu'extérieure, représente un énorme fardeau économique et politique pour la jeune République de Weimar.

La présente contribution traitera de deux questions :

– les causes d'un tel endettement ;

– les instruments mis en place par l'Empire allemand pour se libérer de cette dette.

---

1. Dans la présente contribution, les termes « Empire allemand » ou « République de Weimar » sont utilisés lorsqu'il est fait référence à l'ensemble constitué par le Reich, les États fédérés et les communes, c'est-à-dire à l'Allemagne. Le terme « Reich » se réfère quant à lui uniquement à la collectivité centrale, à l'exclusion des États fédérés et des communes.

2. Le terme de « mark-or » est utilisé avant et pendant la Première Guerre mondiale pour désigner le mark évalué sur la base de sa parité or d'avant-guerre. 4,21 marks(-or) = 1 USD = 5,19 francs. Le mark-or s'opposait au « mark-papier » (de plus en plus déprécié).

Il convient à cet égard de faire une distinction entre la dette intérieure et la dette extérieure. La question de la dette extérieure privée, qui correspond aux emprunts contractés par des entreprises ou des communes allemandes sur les places financières de New York ou d'Amsterdam, n'est abordée ici que dans la mesure où elle est pertinente pour appréhender la dette publique extérieure[3].

Pour comprendre comment l'Allemagne a financé la Première Guerre mondiale, nous nous intéresserons tout d'abord au système budgétaire relativement complexe de l'Allemagne avant la guerre. Nous décrirons ensuite le financement de la guerre puis les moyens utilisés pour maîtriser la dette publique intérieure et extérieure de la République de Weimar. Enfin, dans la dernière partie, nous dresserons une synthèse et une vue d'ensemble des conséquences à long terme de la politique de la dette entre les deux guerres.

I. LE SYSTÈME BUDGÉTAIRE ET LA DETTE PUBLIQUE DE L'EMPIRE ALLEMAND (1871-1914)

Le système budgétaire de l'Empire allemand est fortement fédéral à cette époque. Ce fédéralisme budgétaire est le prix qu'a dû payer Bismarck en contrepartie de l'unification de l'Empire sous la domination de fait de la Prusse. La première des collectivités, le Reich, ne dispose pour l'essentiel que des recettes douanières et de divers impôts indirects (accises et taxes sur les mutations et transactions principalement). La plupart des impôts directs sont toujours, y compris après la proclamation de l'Empire en 1871, perçus par les États fédérés[4].

A. Le fédéralisme budgétaire et ses incidences sur l'armement et le financement de la guerre

Outre les recettes tirées des droits de douane et des impôts indirects, le Reich dispose d'une autre source de revenus importante, les contributions dites « matriculaires » (*Matrikularbeiträge*[5]), qu'il peut exiger des États fédérés si

3. Les emprunts extérieurs privés contractés de 1919 à 1923 ont vu dans une large mesure leur poids diminuer du fait de l'hyperinflation de 1922-1923, tandis que les emprunts contractés à partir de 1924 ont été réglés par l'accord sur les dettes extérieures allemandes conclu à Londres en 1953 ; Stephen A. Schuker, *American « Reparations » to Germany, 1919-33: Implications for the Third-World Debt Crisis*, Princeton, Princeton University Press, 1988.

4. Mark Spoerer, « The Evolution of Public Finances in Nineteenth-Century Germany », José L. Cardoso, Pedro Lains (dir.), *Paying for the Liberal State. The Rise of Public Finance in Nineteenth Century Europe*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010, p. 103-131, ici p. 109-111.

5. NdT : contributions versées au Reich par les États fédérés à proportion de leur population.

ses recettes ne sont pas suffisantes pour couvrir les dépenses prévues et s'il ne souhaite ni ne peut contracter de nouvelles dettes[6]. Ces contributions constituent des transferts au Reich, d'où le qualificatif de « pensionnaire des États fédérés » attribué au Reich par les contemporains et les historiens[7]. Le Britannique Niall Ferguson, spécialiste de l'histoire économique, défend à ce sujet une position radicale, en affirmant que l'Empire allemand craignait de ne pas disposer, du fait de la fragilité de sa situation budgétaire, des moyens financiers nécessaires à une course aux armements, ce qui expliquerait qu'il ne se soit pas opposé au déclenchement de la guerre en juillet 1914[8]. Des économistes spécialisés dans les questions budgétaires ont néanmoins fait état récemment de la situation confortable qui est celle du Reich à l'époque. Celui-ci est, au fond, confronté à une contrainte budgétaire douce (*soft budget constraint*), qui lui permet, notamment lors de la phase d'armement qui a précédé la Première Guerre mondiale, de dépasser régulièrement son budget, grâce aux contributions matriculaires des États fédérés ou à de nouveaux emprunts[9].

En raison de la structure fédérale de l'Allemagne, le Reich demeure souverain essentiellement en matière de politique étrangère et de défense. De fait, les dépenses d'armement constituent de loin le poste le plus important de son budget[10]. Toutefois, la structure des recettes de l'Empire n'est pas du tout adaptée à une situation de guerre :

– d'une part, en cas de conflit, sa principale source de revenus, à savoir les recettes douanières, risque de se trouver fortement compromise ;

– d'autre part, les États fédérés et les communes sont souverains en matière d'impôts directs, en particulier d'impôt sur le revenu, dont le rendement est élevé.

La réforme budgétaire demandée dès la création du Reich, qui doit permettre de remédier à cette situation, ne voit pas le jour. Il faut attendre les premières années de la République de Weimar (1919-1920) pour voir cette réforme mise en œuvre, dans un contexte tout à fait différent.

---

6. Hans-Peter Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat. Geschichte der öffentlichen Finanzen vom 18. Jahrhundert bis heute*, Munich, Beck, 2005, p. 60-61.

7. Marc Hansmann, « Wege in den Schuldenstaat. Die strukturellen Probleme der deutschen Finanzpolitik als Resultat historischer Entwicklungen », *Vierteljahrshefte für Zeitgeschichte*, n° 55, 2007, p. 425-461, ici p. 444.

8. Niall Ferguson, « Public Finance and National Security: The Domestic Origins of the First World War Revisited », *Past and Present*, n° 142, 1994, p. 141-168 ; *idem*, *The pity of war*, Londres, Allen Lane, 1998, p. 135-142.

9. Charles Blankart, *Öffentliche Finanzen in der Demokratie. Eine Einführung in die Finanzwissenschaft*, 7e éd., Munich, Vahlen, 2008, p. 180.

10. H.-P. Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat…, op. cit.*, p. 61.

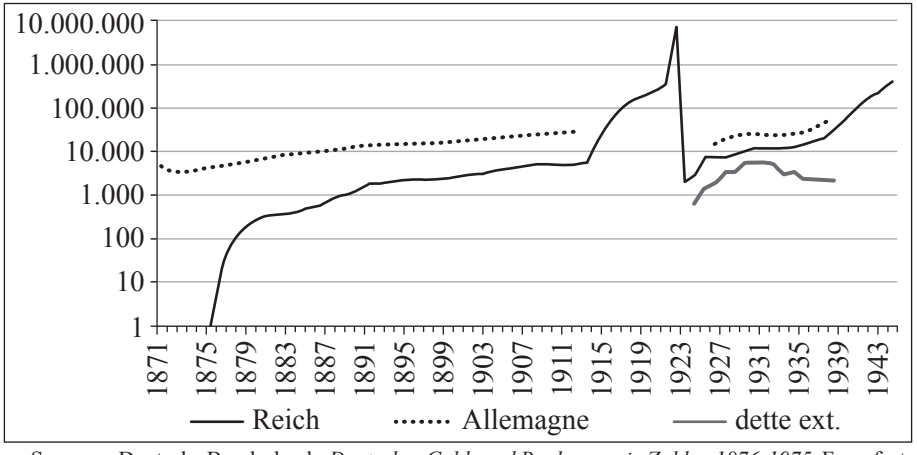
En l'absence de réforme budgétaire, le Reich doit faire face à un déficit structurel dès 1900, alors qu'il commence à armer ses flottes. Les contributions matriculaires ne suffisant pas toujours à couvrir les dépenses, il est contraint de s'endetter toujours plus auprès de bailleurs de fonds nationaux (voir graphique 1).

B. L'évolution de la dette publique de 1874 à 1914

Peu après la création de l'Empire allemand, les réparations versées par la France se révèlent une manne bienvenue pour les États fédérés, qui peuvent ainsi rembourser une partie de leurs dettes. Le graphique 2, qui illustre le taux d'endettement de l'Allemagne à partir de la création de l'Empire, est à cet égard tout à fait significatif. Par la suite, ce taux augmente dans un premier temps de manière constante, dans la mesure où les recettes publiques ne peuvent augmenter au même rythme que les dépenses. Ces dernières augmentent, essentiellement dans les domaines de l'éducation (écoles) et des investissements dans les infrastructures (chemins de fer, services publics). En Prusse (le plus grand des États fédérés), une réforme profonde de la fiscalité directe menée entre 1891 et 1893 permet de ralentir l'augmentation de la dette publique.

Graphique 1

Dette publique allemande (en millions de marks/reichsmarks), 1871-1945

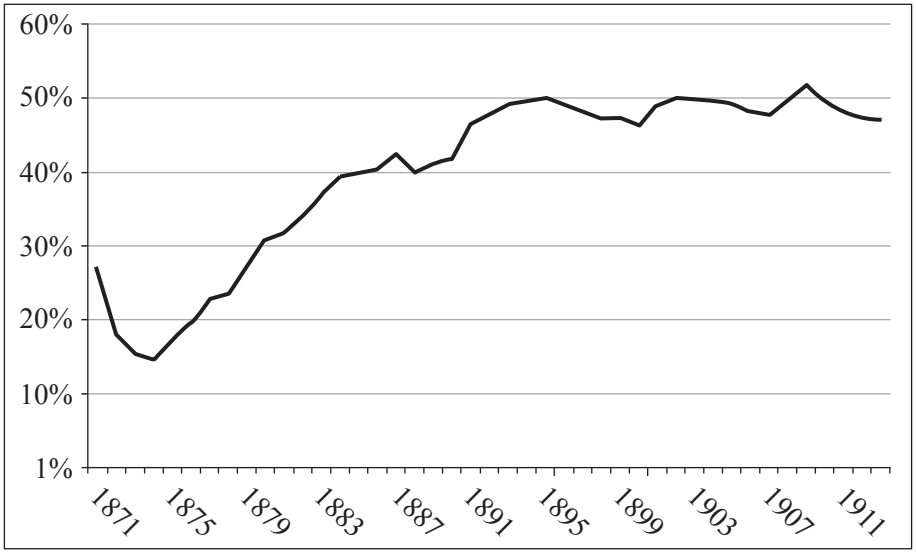


Sources : Deutsche Bundesbank, *Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975*, Francfort, Knapp, p. 313 (Reich 1877-1945 et Allemagne 1927-1939) ; Walther G. Hoffmann et *al.*, *Das Wachstum der deutschen Wirtschaft seit der Mitte des 19. Jahrhunderts*, Berlin, Springer, 1965, p. 789-791 (estimation pour l'Allemagne 1871-1913, dette extérieure, hors réparations).

Au niveau de l'Empire, le renforcement de l'armement, en particulier, contribue à la progression de la dette. Cette dernière, qui est encore de 2,3 milliards de marks en 1900-1901, double jusqu'en 1912-1913 pour atteindre 4,8 milliards de marks[11]. Néanmoins, le ralentissement de l'augmentation de la dette (d'un niveau encore plus élevé) des États fédérés et des communes et la forte croissance de l'économie allemande permettent de mettre un frein à l'augmentation du taux d'endettement de l'Empire allemand, qui représente 50 % du produit intérieur brut au milieu des années 1890. On ne peut donc affirmer que l'endettement de l'Allemagne est dès avant la guerre d'un niveau inhabituellement élevé. De récentes études de séries temporelles portant sur la période 1871-1913 permettent de le mettre (faiblement) en évidence[12].

Graphique 2

Le développement de la dette interne allemande (dette publique/PIB), 1871-1913



Source : M. Spoerer, « Öffentliche Finanzen », *op. cit.*, p. 108.

11. Deutsche Bundesbank, *Deutsches Geld- und Bankwesen, op. cit.*, p. 313.
12. Heiko T. Burret, Lars P. Feld, Ekkehard A. Köhler, « Sustainability of Public Debt in Germany: Historical Considerations and Time Series Evidence », *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, n° 233, 2013, p. 291-335, ici p. 312-318.

II. LES INSTRUMENTS DE FINANCEMENT DE LA GUERRE

De manière générale, un État dispose de quatre moyens pour financer une guerre :

– utiliser le trésor de guerre mis de côté à cette fin ;

– augmenter les impôts ;

– émettre de nouveaux emprunts ;

– augmenter la masse monétaire, c'est-à-dire faire marcher la planche à billets.

L'Allemagne use de ces quatre instruments, à des degrés divers toutefois[13].

La Première Guerre mondiale entraîne naturellement une augmentation des dépenses publiques consacrées aux forces armées et à l'armement. Les dépenses publiques, qui représentent encore 10 % du PIB en 1913, augmentent jusqu'en 1917 pour atteindre 59 % du PIB. De 1916 à 1918, elles dépassent la moitié du PIB (enregistré)[14]. Face à cette forte augmentation des dépenses publiques de l'Empire, les recettes douanières et fiscales sont largement insuffisantes. Le financement de la guerre, comme toute autre question de politique étrangère, relève de la compétence du Reich.

Le trésor de guerre du Reich, au départ constitué des réparations versées par la France en 1871 et qui s'élève à 360 millions de marks en 1914, est entièrement utilisé dès la mobilisation aux premiers jours de la guerre. Même les nouveaux impôts ne permettent pas de couvrir les sommes englouties pour les dépenses de guerre en hausse constante[15]. À l'instar des autres nations belligérantes, l'Allemagne a donc rapidement recours aux emprunts de guerre et à l'augmentation de la masse monétaire. Il convient de noter, et c'est là une différence fondamentale entre l'Allemagne et les autres nations, que l'Allemagne commence bien plus tôt que les autres nations à monétiser sa dette pour financer la guerre[16].

---

13. H.-P. Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat…*, *op. cit.*, p. 89-90.

14. Carsten Burhop, *Wirtschaftsgeschichte des Kaiserreichs 1871-1918*, Göttingen, Vandenhoeck & Ruprecht, 2011, p. 194-195 ; Stephen N. Broadberry, Mark Harrison, « Introduction », *idem* (dir.), *The Economics of World War I*, Cambridge, Cambridge University Press, 2005, p. 3-40, ici p. 15. Les données chiffrées pour la France étaient pratiquement du même ordre.

15. H.-P. Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat…*, *op. cit.*, p. 90-93 ; Carl-Ludwig Holtfrerich, « The modernization of the tax system in the First World War and the Great Inflation, 1914-1923 », Peter-Christian Witt (dir.), *Wealth and taxation in Central Europe: The History and Sociology of Public Finances*, Leamington Spa, Berg, 1987, p. 125-135, ici p. 128-129.

16. Theo Balderston, « War Finance and Inflation in Britain and Germany, 1914-1918 », *Economic History Review*, n° 42, 1989, p. 222-244, ici p. 241 ; pour un autre point de vue : Albrecht Ritschl, « The pity of peace: Germany's economy at war, 1914-1918 and beyond », *in The Economics of World War I*, *op. cit.*, p. 41-76, ici p. 61.

A. L'augmentation de la masse monétaire

Du point de vue de la technique budgétaire, la refonte des statuts de la Reichsbank, qui datent de 1875, marque le point de départ de l'inflation allemande pendant et après la Première Guerre mondiale. Selon les anciens statuts, les billets en circulation doivent être couverts pour un tiers par de l'or et pour deux tiers par des effets de commerce de qualité émis par les entreprises. La promesse de la Reichsbank d'échanger à tout moment les billets contre de l'or à un cours prédéfini doit maintenir la confiance des acteurs du marché dans les billets sans valeur propre. Un mark équivaut à environ 0,36 g d'or pur. La couverture-or des billets permet à la Reichsbank de garantir la convertibilité, du moins dans des conditions normales. Dans le même temps, la couverture-or, comme facteur de stabilité, empêche une augmentation incontrôlée et donc inflationniste de la quantité de billets en circulation. La couverture par des effets réduit le risque d'une déflation. Dès que la quantité d'effets en circulation augmente, ce qui indique que le besoin des entreprises en moyens de paiement augmente, la Reichsbank peut, dès lors que la marge de couverture des deux tiers n'est pas atteinte, réescompter davantage d'effets de commerce et donc accroître la masse de billets en circulation. À l'inverse, si l'activité économique connaît un ralentissement, le nombre d'effets de commerce émis et escomptés diminue, et avec lui le nombre de billets en circulation. L'État ne peut pas recourir à la planche à billets[17].

Un changement intervient au moment de la mobilisation. Dès le 31 juillet 1914, la Reichsbank suspend *de facto* la convertibilité en or, marquant ainsi l'abandon de l'étalon-or en Allemagne. Il convient de noter qu'à l'exception des États-Unis, toutes les autres nations qui couvrent leur monnaie par de l'or font de même[18]. Quelques jours plus tard est créée la caisse de prêt (*Darlehenskasse*) qui est, comme la Reichsbank, un institut d'émission de billets à l'échelle de l'Empire. La caisse de prêt est autorisée à émettre des bons (*Darlehenskassenscheine*) libellés en marks et couverts par des dépôts de garantie en métaux précieux, bijoux ou valeurs mobilières. Ces bons ne constituent pas des moyens de paiement légaux, mais peuvent être aisément échangés contre des billets de la Reichsbank puisque

17. M. Spoerer, Jochen Streb, *Neue deutsche Wirtschaftsgeschichte des 20. Jahrhunderts*, Munich, Oldenbourg, 2013, p. 38.

18. Otto Pfleiderer, « Die Reichsbank in der Zeit der großen Inflation, die Stabilisierung der Mark und die Aufwertung von Kapitalforderungen », Deutsche Bundesbank (dir.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*, Francfort, Knapp, 1976, p. 157-201, ici p. 157 ; Barry Eichengreen, *Globalizing capital. A history of the international monetary system*, Princeton, Princeton University Press, p. 47.

celle-ci est autorisée à les englober dans la masse monétaire. En d'autres termes, la caisse de prêt émet des substituts monétaires que la Reichsbank peut utiliser pour couvrir la masse monétaire. Dans un premier temps, le montant total des bons de la caisse de prêt est plafonné à 1,5 milliard de marks, ce plafond pouvant être relevé par le gouvernement si nécessaire. Ainsi, ces bons représentent plus de 6 milliards en octobre 1916, 30 milliards en novembre 1918, 100 milliards en novembre 1922 et 10 trillions de marks en novembre 1923[19]. Ces titres étant englobés dans la masse monétaire, celle-ci, et avec elle le nombre de billets de la Reichsbank en circulation, peut être augmentée selon les besoins. En août 1914, la Reichsbank est par ailleurs autorisée à accepter des obligations et des bons du Trésor à court terme, c'est-à-dire des titres émis par l'État, pour couvrir les billets en circulation. Dès lors, la monnaie en circulation n'est plus « couverte », comme par le passé, exclusivement par de l'or et des effets solides, mais l'est aussi de plus en plus par des titres émis par l'État. Le Reich peut par conséquent s'endetter aussi directement auprès de la Reichsbank et financer la guerre en faisant marcher la planche à billets. Le mark perd son ancre de stabilité[20].

La base monétaire est ainsi multipliée par six pendant la guerre. En d'autres termes, à la fin de la guerre, la couverture-or de la monnaie n'est plus que de 8 %. Pendant le conflit, l'augmentation de la masse monétaire a déjà entraîné une forte augmentation des prix. Entre sa moyenne en 1913-1914 et sa valeur à la fin de 1918, l'indice du coût de la vie a triplé. Un système bien conçu de prix fixés par l'État permet de freiner dans une certaine mesure la flambée des prix[21].

B. Les emprunts de guerre

L'Empire allemand couvre un peu moins des deux tiers de ses dépenses de guerre en émettant des emprunts à long terme. D'ordinaire, cette forme d'endettement auprès des nationaux ne comporte aucun risque inflationniste direct, puisque cela revient simplement à transférer un pouvoir d'achat existant des ménages à l'État. Toutefois, la caisse de prêt gage également des emprunts de guerre à long terme, ce qui a pour effet d'augmenter fortement le volume des crédits du secteur privé.

---

19. Heinz Haller, « Die Rolle der Staatsfinanzen für den Inflationsprozess », Deutsche Bundesbank (dir.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*, Francfort, Knapp, 1976, p. 115-155, ici p. 122, 127.
20. M. Spoerer, J. Streb, *Neue deutsche Wirtschaftsgeschichte…, op. cit.*, p. 39.
21. Stephen Gross, « Confidence and Gold: German War Finance 1914-1918 », *Central European History*, vol. 42, n° 2, 2009, p. 223-252, ici p. 243 ; Deutsche Bundesbank, *Deutsches Geld- und Bankwesen, op. cit.*, p. 6 ; C. Burhop, *Wirtschaftsgeschichte…, op. cit.*, p. 211.

Les emprunts de guerre sont lancés lors d'un débat qui se tient au Reichstag le 4 août 1914 et qui débouche sur le vote des crédits, y compris par les sociaux-démocrates, pourtant pacifistes avant-guerre. Depuis lors, tous les mois de septembre et de mars, le Reich place un nouvel emprunt de guerre au taux de 5 %, soit au total neuf emprunts en 4 ans de conflit. À cette dette « garantie » vient s'ajouter une dette « non garantie », représentée par les bons du Trésor. À la fin de la guerre, 60 % de la dette du Reich est à long terme, contre 40 % à court terme[22].

Jusqu'en septembre 1916, les emprunts de guerre suffisent dans une certaine mesure à couvrir les dépenses. La situation s'inverse ensuite, évolution à laquelle n'est pas étrangère l'intensification des efforts de guerre depuis l'arrivée au commandement du chef d'état-major général des armées Hindeburg et du quartier-maître général Ludendorff en août 1916. En France et en Grande-Bretagne aussi, les emprunts de guerre servent à couvrir une grande partie des dépenses de guerre. Il convient à cet égard de rappeler que ces deux États, à la différence de l'Allemagne, ont accès aux marchés internationaux des capitaux[23].

Pour résumer, on peut affirmer qu'en Allemagne, le financement de la guerre n'est qu'un aspect accessoire. Il faut mobiliser des ressources réelles. En Allemagne, comme dans les autres pays, on se pose peu de questions sur la viabilité du financement ; après la victoire à laquelle elle s'attend, l'Allemagne présentera la facture aux Alliés. À cet égard, le traité de Brest-Litovsk signé au mois de mars 1918, qui impose à la Russie soviétique de verser des réparations élevées, prouve bien que l'Allemagne fera usage du droit du plus fort. Pourtant, tout le monde sait que l'Allemagne perd la guerre.

III. LA DETTE PUBLIQUE SOUS LA RÉPUBLIQUE DE WEIMAR (1919-1932)

La première République allemande doit supporter les conséquences financières de la Première Guerre mondiale. Au total, la guerre a coûté 164 milliards de marks, dont 156 milliards ont été financés par la dette. Sur ces 156 milliards, 98 milliards, soit environ 60 %, ont été financés par les neuf emprunts de guerre[24].

---

22. H.-P. Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat…*, *op. cit.*, p. 93 ; C. Burhop, *Wirtschaftsgeschichte…, op. cit.*, p. 212.
23. C. Burhop, *Wirtschaftsgeschichte…, op. cit.*, p. 212 ; T. Balderston, « War Finance… », art. cit., p. 239-241.
24. H.-P. Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat…*, *op. cit.*, p. 98.

En 1913, le PIB était d'environ 57 milliards de marks. À la fin de la guerre, l'endettement de l'Allemagne équivaut donc à celui des forces alliées[25].

Or, la situation politique est extrêmement précaire. La jeune République est secouée par des troubles politiques, fomentés par les partis de gauche comme de droite. Outre le risque de guerre civile, elle est confrontée à la question non résolue des réparations. Le taux des prélèvements obligatoires, qui représentait 10 à 12 % du PIB en 1913, menace désormais, selon le montant des réparations qui sera finalement imposé, d'atteindre 35 % du PIB. Aucun gouvernement allemand n'aurait à terme survécu au montant des réparations initialement imposé par les Alliés dans l'ultimatum de Londres, en mai 1921.

La seule lutte contre l'inflation qui ne cesse de croître depuis la fin de la guerre aurait exigé des mesures économiques restrictives que les gouvernements de la République de Weimar sont politiquement trop faibles pour imposer. Hormis le fait qu'elle permet à l'État de s'endetter rapidement auprès des nationaux sans attirer l'attention, l'inflation entraîne une baisse des salaires réels puisqu'elle augmente plus vite que les salaires. Cela a pour effet, positif, que le chômage est, entre 1919 et 1922, comparativement plus faible que celui de beaucoup d'autres économies, comme la France, la Grande-Bretagne ou les États-Unis, qui sont confrontés en 1920-1921 à une crise de stabilisation caractérisée par un chômage élevé[26].

Le traité de Versailles se traduit pour l'Allemagne par des pertes territoriales et matérielles équivalant à environ 10 % de sa richesse d'avant-guerre[27]. Certes, la réduction des forces armées allemandes imposée dans le traité représente un dividende de paix substantiel[28], mais les dépenses publiques augmentent fortement dans d'autres secteurs, en particulier en faveur de l'État providence et de la construction de logements. Compte tenu des réparations qu'il doit verser, le Reich doit renforcer sa situation budgétaire. La réforme budgétaire si souvent débattue avant-guerre est rapidement mise en œuvre. Elle conduit à la centralisation des finances publiques au profit du Reich dans les années 1919-1920[29].

---

25. A. Ritschl, M. Spoerer, « Das Bruttosozialprodukt in Deutschland nach den amtlichen Volkseinkommens- und Sozialproduktsstatistiken 1901-1995 », *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte*, n° 2, p. 27-54, ici p. 53 ; A. Ritschl, « The pity of peace… », art. cit., p. 70.

26. Brian R. Mitchell, *International historical statistics: Europe 1750-2005*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2007, p. 171-173.

27. H.-P. Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat…*, *op. cit.*, p. 98.

28. Max Hantke, M. Spoerer, « The imposed gift of Versailles: The fiscal effects of restricting the size of Germany's armed forces, 1924-9 », *Economic History Review*, vol. 63, n° 4, 2010, p. 849-864.

29. C.-L. Holtfrerich, « The modernization of the tax system in the First World War and the Great Inflation, 1914-1923 », *in* P.-C. Witt (dir.), *Wealth and Taxation in Central Europe: The History and Sociology of Public Finance*, Leamington Spa, Berg, 1987, p. 125-135, ici p. 134 ; Heike Knortz, *Wirtschaftsgeschichte der Weimarer Republik: eine Einführung in Ökonomie und Gesellschaft der ersten Deutschen Republik*, Göttingen, Vandenhoeck & Ruprecht, 2010, p. 157.

A. L'hyperinflation au service de l'élimination de la dette publique intérieure

L'hyperinflation

À la fin de la guerre, la suppression du contrôle des prix ouvre de nouveau la voie à l'inflation qui a été contenue pendant des années. En Allemagne et à l'étranger, les causes de l'inflation font l'objet de débats qui tournent autour de deux théories : la théorie quantitative de la monnaie et celle de la balance des paiements. Officiellement, le gouvernement allemand et la Reichsbank défendent la théorie de la balance des paiements et expliquent la forte inflation par le niveau élevé des réparations exigées par l'étranger. Leur argumentation est la suivante : l'Allemagne ne doit naturellement pas payer les réparations en marks puisque cette monnaie ne cesse de se déprécier, mais doit les payer en or et en biens de valeur. L'Allemagne aurait dû se procurer cet or grâce aux excédents de sa balance commerciale ou de sa balance des services, ou grâce aux importations nettes de capitaux. En raison également de la clause unilatérale de la nation la plus favorisée imposée à l'Allemagne par les Alliés jusqu'en janvier 1925, qui a pour effet de frapper de droits de douane plus élevés les exportations allemandes vers les marchés des vainqueurs sans réciprocité, l'Allemagne n'est pas en mesure d'enregistrer des excédents commerciaux. Certes, des capitaux sont importés, mais pas autant que souhaité. Cette période inflationniste ne permet donc pas une augmentation des stocks d'or suffisante pour payer les réparations. Le gouvernement allemand se voit ainsi contraint, tel est du moins son argument, d'acheter l'or dont il a besoin sur les marchés des changes (sous la forme de devises-or telles que le dollar ou la livre sterling). Cette demande constante entraîne une dépréciation du mark, une augmentation du coût des importations, et donc du besoin de financement, d'où un accroissement du volume des effets de commerce émis. Toujours selon le gouvernement allemand, ces effets sont réescomptés par la Reichsbank, ce qui contribue à créer de la monnaie. Au bout du compte, ce sont les exigences des Alliés en termes de réparations qui expliquent la situation désastreuse de la monnaie allemande, cette explication étant très opportune du point de vue politique[30].

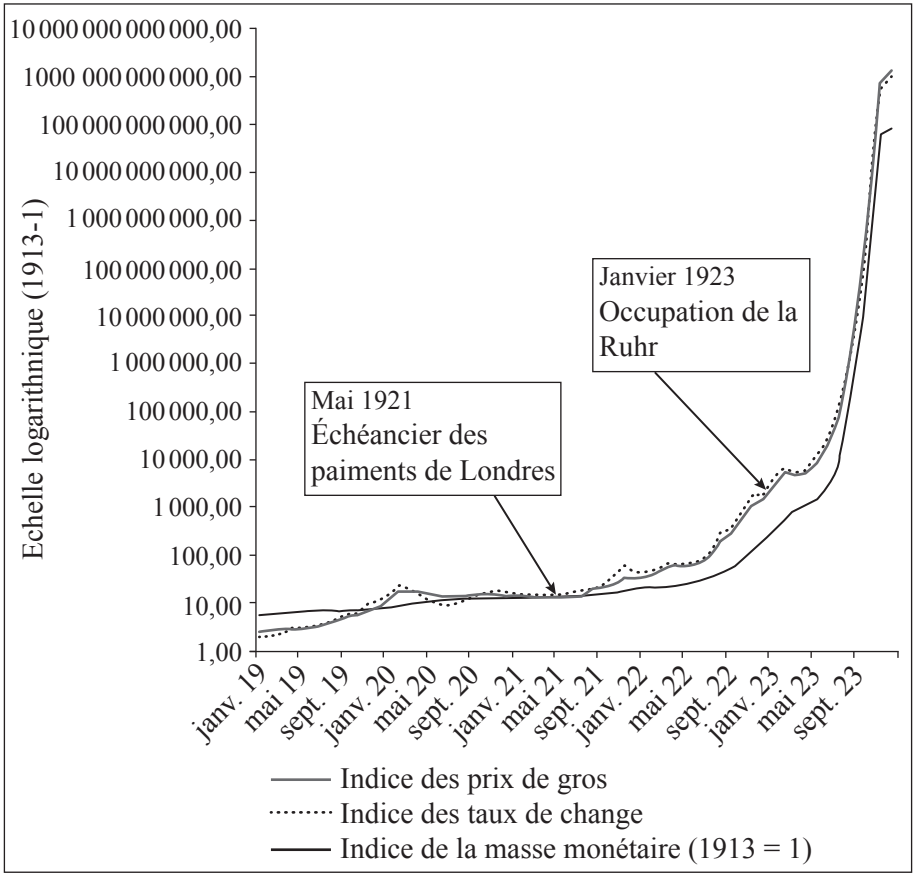
La valeur extérieure du mark (cours par rapport au dollar) est en effet ponctuellement supérieure à sa valeur intérieure (prix de gros) (voir graphique 3). Toutefois, la théorie de la balance des paiements est peu convaincante, dans la mesure où elle n'explique pas la dépréciation rapide du mark avant même l'annonce du montant élevé des réparations en juin 1919. Par ailleurs, avant

30. M. Spoerer, J. Streb, *Neue deutsche Wirtschaftsgeschichte…, op. cit.*, p. 43.

l'entrée en vigueur du plan Dawes en août 1924, une part toujours plus importante des réparations est payée en nature ; le pays a donc de moins en moins besoin d'or (ou de devises-or)[31].

Graphique 3

Masse monétaire, taux de change et prix de gros (1913 = 1)



Source : Statistisches Reichsamt, *Zahlen zur Geldentwertung in Deutschland 1914 bis 1923*, Berlin, Hobbing, 1925, p. 6, 17, 46-47.

31. Steven B. Webb, « Government Revenue and Spending in Germany, 1919 to 1923 », Gerald Feldman, Gerold Ambrosius, Carl-Ludwig Holtfrerich (dir.), *Die Anpassung an die Inflation*, Berlin, De Gruyter, 1986, p. 46-82, ici p. 68-69.

Aujourd'hui, l'explication quantitative de l'inflation n'est plus guère contestée par les chercheurs. Comme nous l'avons montré plus haut, le Reich émet pendant la guerre de plus en plus de dettes non garanties et seule la création de monnaie peut, dans une certaine mesure, permettre de redresser la situation budgétaire délicate après 1918[32]. Cette politique apparaît dans un premier temps inéluctable, de sorte que même l'indépendance de forme de la Reichsbank intervenue en mai 1922 n'entraîne aucun changement dans la politique monétaire du pays.

Le graphique 3 illustre clairement les événements qui affectent la confiance dans l'avenir économique de l'Allemagne et dans sa monnaie :

– le traité de Versailles, en juin 1919, dont les conditions sont unanimement rejetées en Allemagne ;

– l'ultimatum de Londres de mai 1921, qui impose à l'Allemagne des réparations d'une ampleur inattendue ;

– surtout, l'occupation par les troupes françaises et belges de la Ruhr en janvier 1923. L'appel à la grève générale qui s'ensuit immobilise le cœur de l'industrie allemande et mène les finances publiques au bord de la faillite.

Après 4 années d'inflation ouverte, le temps de l'action est venu.

La plus grosse coupure jamais imprimée en Allemagne :
100 000 000 000 000 marks

Source : https://de.wikipedia.org/wiki/Datei:100-Billionen-Geldschein.jpg.

32. M. Spoerer, J. Streb, *Neue deutsche Wirtschaftsgeschichte…, op. cit.*, p. 44.

La rapide dépréciation du mark a un avantage considérable : les dettes de l'Empire étant nominales, la chute du pouvoir d'achat conduit à la disparition presque totale des dettes du Reich, des États fédérés et des communes (de même que celles des particuliers et des entreprises). À la fin de 1923, la dette de l'État allemand est pratiquement nulle[33]. Cela ne concerne néanmoins que la dette intérieure. Les dettes extérieures ne peuvent pas être remboursées avec des billets libellés en marks fraîchement imprimés.

Rentenmark et Reichsmark : la réforme monétaire et le durcissement de la politique monétaire en 1923-1924

Le point limite est atteint lorsque l'inflation provoquée par l'occupation de la Ruhr en janvier 1923 et l'appel à la résistance passive échappent à tout contrôle. Le mark ne remplit plus ses fonctions classiques (monnaie, moyen de paiement, unité de compte et réserve de valeur). De plus, au début de l'automne 1923, la République de Weimar est secouée par des troubles politiques. Une nouvelle monnaie doit être créée pour rétablir la confiance dans le pays même comme à l'étranger. Dans ce contexte, le gouvernement institue le 15 octobre 1923, avec le soutien du président de la Reichsbank Hjalmar Schacht, la Deutsche Rentenbank ; celle-ci introduit une nouvelle monnaie le 20 novembre de la même année, le *rentenmark*, équivalant à un trillion de marks-papier. En dépit du fait qu'il ne constitue pas un moyen de paiement légal et qu'il n'a pas cours obligatoire, le rentenmark s'impose immédiatement, à tel point qu'on a parlé du « miracle du rentenmark ».

La Rentenbank est *de jure* un établissement du secteur privé dont les parts doivent être détenues par des acteurs de l'industrie et du secteur agricole allemands, y compris des secteurs du commerce et de la banque. L'entrée dans le capital de la Rentenbank n'est pour autant pas volontaire, elle est imposée par l'État : les entreprises du secteur agricole et les entreprises industrielles doivent en financer à parts égales le capital d'exploitation, d'un montant de 3,2 milliards de marks-or. Ce capital ne doit pas être effectivement versé, simplement garanti pour moitié par une dette foncière pour l'agriculture et pour moitié par des obligations pour l'industrie. Ces titres constituent l'actif de la Rentenbank et portent intérêt au taux annuel de 6 %. Compte tenu du caractère obligatoire de la participation au capital de la Rentenbank, les intérêts versés équivalent de fait à un impôt. La Rentenbank émet à hauteur de ses actifs des titres de rente (*Rentenbriefe*), qui sont libellés en marks-or et qui produisent des intérêts au taux annuel de 5 %.

33. H.-P. Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat…*, *op. cit.*, p. 107.

Ces titres servent à couvrir l'émission et à limiter à 3,2 milliards la circulation du rentenmark, puisque 1 rentenmark équivaut à 1 mark-or.

Après l'introduction du rentenmark, qui ne remplace pas mais vient compléter les billets de l'Empire déjà en circulation et les billets de nécessité (*Notgeld*), la vitesse de circulation de la monnaie se trouve considérablement réduite, pour des raisons aussi bien psychologiques qu'économiques. La Rentenbank est tenue d'échanger tous les avoirs de plus de 500 rentenmarks contre des titres de rente porteurs d'intérêts, dont la valeur est garantie à hauteur de 3,2 milliards de marks par le patrimoine réel (propriété foncière, installations industrielles) de l'économie allemande. Cette « couverture » revêt une importance principalement psychologique : tant que le détenteur d'un billet libellé en rentenmark est convaincu qu'il peut l'échanger à tout moment contre un titre représentatif de la valeur de l'économie allemande, il n'éprouve pas le besoin de procéder effectivement à un tel échange. La fuite vers les valeurs matérielles prend fin et la vitesse de circulation du rentenmark chute. Dans la mesure où la Reichsbank échange les rentenmarks contre des marks au taux de 1 trillion pour 1, la confiance s'étend également à l'ancien mark-papier. L'inflation marque le pas.

Toutefois, au bout du compte, la stabilité de la nouvelle monnaie s'explique en premier lieu par la politique de crédit restrictive de la Reichsbank, qui, dès décembre 1923, refuse un prêt au gouvernement et relève fortement ses taux. Cette politique renforce la confiance dans la nouvelle monnaie, qui, avec l'entrée en vigueur du plan Dawes, est remplacée en août 1924 par le reichsmark au taux de 1 pour 1. La parité-or du reichsmark est la même qu'avant-guerre, 4,20 reichsmarks valant en conséquence un dollar[34]. À la fin de l'exercice budgétaire 1923-1924 (1er avril 1924), les dettes de l'Empire ne s'élèvent plus qu'à 1,958 milliard de reichsmarks, soit 37,6 % de leur montant en 1913-1914[35].

B. La maîtrise de la dette publique extérieure : le régime des réparations du plan Dawes à la conférence de Lausanne

En juin 1919, les représentants du gouvernement allemand (*Reichsregierung*) signent le traité de Versailles. L'Allemagne reconnaît ainsi sa responsabilité

34. O. Pfleiderer, « Die Reichsbank in der Zeit der großen Inflation, die Stabilisierung der Mark und die Aufwertung von Kapitalforderungen », Deutsche Bundesbank (dir.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*, Francfort, Knapp, 1976, p. 157-201, ici p. 189-192.

35. Deutsche Bundesbank, *Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975*, Francfort, Knapp, p. 313. La baisse de la dette des États et des communes s'est également poursuivie, mais les chiffres pour l'année 1923-1924 ne sont pas disponibles.

totale dans le déclenchement de la guerre, comme l'exigent les Alliés. En conséquence de ce traité, l'Allemagne perd 13 % de son territoire. Les principaux territoires cédés sont :

– les provinces de Posnanie et de Prusse occidentale, très rurales ;

– certaines parties de la Silésie, province très industrialisée ;

– l'Alsace-Lorraine, qui dispose d'une industrie textile performante et de précieux gisements de minerais de fer.

Le territoire du bassin de la Sarre, également très industrialisé, et le grand port maritime de Dantzig sont désormais administrés par la Société des Nations, le premier passant sous la souveraineté douanière et monétaire française. La cession de territoires entraîne également pour l'Allemagne la perte :

– de 10 % de sa population ;

– de la moitié de ses ressources en minerais de fer (principalement en Lorraine) ;

– d'un quart de son charbon (principalement en Haute-Silésie-Orientale) ;

– de 15 % de ses terres agricoles.

L'Allemagne doit céder, sans compensation, ses avoirs à l'étranger, y compris les brevets, les titres lui appartenant vis-à-vis des puissances qui étaient ses alliés et l'ensemble de ses colonies (territoires en situation de déficit chronique, économiquement insignifiants). Elle doit livrer la majeure partie de sa flotte de commerce et une quantité importante de matériel roulant ferroviaire, dont la valeur est portée au crédit de l'Allemagne dans le compte des réparations[36].

Le montant définitif des réparations n'est pas fixé à Versailles. L'Allemagne doit dans un premier temps payer, avant le mois de mai 1921 – période au cours de laquelle la Commission des Réparations doit présenter une évaluation des dommages causés par la guerre et un plan de paiement –, 20 milliards de marks-or en espèces ou en nature, qui seront imputés sur la dette totale. Au cours de la période d'inflation, le Reich livre de l'or et des devises, mais aussi de manière croissante des biens, aux créanciers étrangers bénéficiaires des réparations. Les prestations fournies sont inscrites dans le compte des réparations ; on constate à cet égard que l'évaluation des biens livrés est souvent plus élevée du côté allemand que du côté des Alliés. Dans les États bénéficiaires, les livraisons de biens allemands sont non seulement accueillies

36. Eberhard Kolb, *Der Friede von Versailles*, Munich, C. H. Beck, 2005, p. 63-64.

favorablement, mais entraînent également un déplacement de la demande vers les produits allemands[37].

Du côté allemand, on espère encore au milieu de l'année 1919 que les États-Unis tempéreront la Grande-Bretagne et surtout la France. À cet égard, il convient toutefois de ne pas oublier que les États-Unis sont les créanciers des autres Alliés (voir tableau 1). D'un point de vue politique, il est impossible aux États-Unis de renoncer au paiement des dettes interalliées après la guerre : pour quelle raison le contribuable américain devrait-il payer le coût de la guerre en Europe ? En insistant sur le remboursement de ce qu'on leur doit, les États-Unis confortent les puissances victorieuses européennes dans leur volonté d'obtenir des réparations de l'Allemagne. La France, en particulier, qui a subi de lourds dommages sur son territoire, a grand intérêt à ce que les réparations versées par l'Allemagne soient élevées[38].

Tableau 1

Les dettes interalliées : États recevant des réparations et États-Unis*

Pays	*Créances (brut)*	*Dettes (brut)*	*Créances (net)*
États-Unis	26,2	0,0	26,2
Grande-Bretagne	7,7	14,5	–6,8
France	0,2	13,5	–13,3
Italie	0,2	4,0	–3,8
Autres	0,0	2,3	–2,3

** Valeur actuelle des créances en milliards de RM rémunérées à 5 % au 31 mars 1930.*

Source : Statistisches Reichsamt, *Die interalliierten Schulden. Ihre Entstehung und ihre Behandlung im Youngplan*, Berlin, Hobbing, 1930, p. 110-111.

L'ultimatum de Londres de mai 1921 anéantit les espoirs nourris par l'Allemagne d'une modération du montant des réparations. Les Alliés réclament 132 milliards de marks-or, menaçant d'occuper la région de la Ruhr si l'Allemagne ne se plie pas à cette exigence[39]. Cette fermeté, à laquelle

37. S. A. Schuker, *American « Reparations » to Germany…, op. cit.*, p. 16 ; H. Knortz, *Wirtschaftsgeschichte der Weimarer Republik…, op. cit.*, p. 101 ; M. Spoerer, J. Streb, *Neue deutsche Wirtschaftsgeschichte…, op. cit.*, p. 75.

38. Klaus Hildebrand, *Das vergangene Reich. Deutsche Außenpolitik von Bismarck bis Hitler 1871-1945*, Munich, Oldenbourg, 2008, p. 370.

39. S. A. Schuker, *American « Reparations » to Germany…, op. cit.*, p. 16-17.

la population allemande ne s'attend pas, a un effet catastrophique sur la monnaie, comme cela a été décrit plus haut.

Le plan Dawes et l'afflux de capitaux étrangers en l'Allemagne

Une fois l'hyperinflation maîtrisée en Allemagne, on considère qu'il est temps de régler définitivement la question des réparations. Le plan Dawes, du nom de l'expert financier américain Charles Dawes, qui est adopté en août 1924 constitue à cet égard une étape importante. S'il ne fixe pas non plus le montant total des réparations, ce plan établit des bases considérées comme solides par les parties intéressées pour les versements. La prise en compte par les Alliés de la capacité de paiement de l'Allemagne en est un élément essentiel. La nouvelle monnaie, le reichsmark, est définie par rapport à l'étalon-or. Si le paiement des réparations, qui doit à l'avenir intervenir uniquement sous forme monétaire, mettait en péril la stabilité externe du reichsmark, le futur agent général pour le paiement des réparations (l'Américain Parker Gilbert) pourrait décider d'arrêter les transferts, c'est-à-dire suspendre le paiement des réparations (« protection des transferts »). Les paiements au titre d'autres obligations ne sont pas concernés, ce qui signifie concrètement que le paiement des réparations passe après le paiement des sommes dues, intérêts compris, aux créanciers privés étrangers (séniorité). Ainsi, les bailleurs de fonds étrangers n'ont pas à craindre que le poids des réparations ne mette en danger la stabilité de la monnaie allemande et les recettes provenant des paiements du principal et des intérêts dus par l'Allemagne[40].

Avant le transfert des réparations à l'étranger, il faut réunir les fonds en Allemagne. Le plan Dawes prévoit qu'une partie des réparations sera directement financée par l'impôt. La deuxième source importante de financement est la Deutsche Reichsbahn, entreprise publique créée en 1920-1924, en situation de monopole, à qui les Länder ont dû céder leurs chemins de fer. La Reichsbahn contribuera au financement des réparations par la perception d'un impôt sur les transports et le paiement d'intérêts au titre d'un emprunt forcé[41].

---

40. Voir l'ouvrage essentiel pour comprendre le problème des réparations et leurs effets sur les marchés des capitaux internationaux : A. Ritschl, *Deutschlands Krise und Konjunktur 1924-1934. Binnenkonjunktur, Auslandsverschuldung und Reparationsproblem zwischen Dawes-Plan und Transfersperre*, Berlin, Akademie, 2002.

41. E. Kolb, « Die Reichsbahn vom Dawes-Plan bis zum Ende der Weimarer Republik », Lothar Gall, Manfred Pohl (dir.), *Die Eisenbahn in Deutschland. Von den Anfängen bis zur Gegenwart*, Munich, C. H. Beck, 1999, p. 109-163, ici p. 116-117.

Le second problème auquel le gouvernement allemand est confronté concerne le transfert des réparations à l'étranger (voir graphique 5). Un transfert durable des réparations n'aurait pu fonctionner que si l'Allemagne avait enregistré un excédent commercial. Les exportateurs auraient échangé les devises reçues contre des reichsmarks auprès des banques commerciales, ce qui aurait entraîné un flux de devises-or vers la Reichsbank par l'intermédiaire de ces banques. Le gouvernement allemand aurait ainsi transféré les réparations en devises-or et les pays bénéficiaires auraient acquitté leurs dettes contractées auprès des États-Unis. Un tel schéma aurait signifié, dans l'économie réelle, que l'Allemagne produisait durablement plus qu'elle ne consommait et, partant, que les États-Unis consommaient plus qu'ils produisaient.

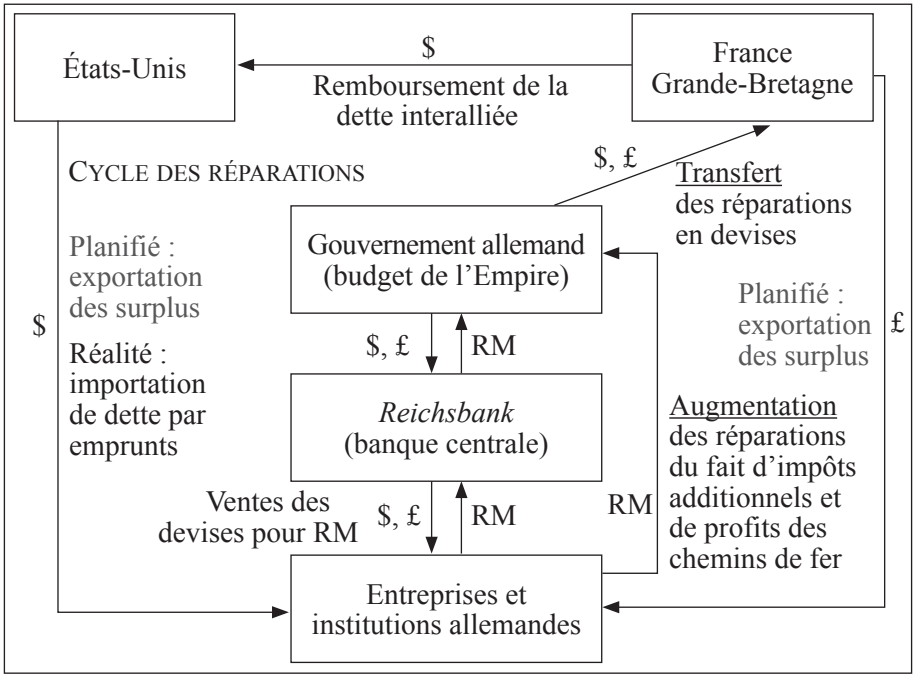
En réalité, ce ne sont pas les excédents commerciaux, mais les importations de capitaux qui viennent financer les réparations. Après la période d'hyperinflation, on reste méfiant en Allemagne comme à l'étranger sur la question de la stabilité du rentenmark et du reichsmark, ce qui est compréhensible. Afin de restaurer sa crédibilité, la Reichsbank mène une politique monétaire restrictive en fixant des taux d'intérêt élevés. Cela entraîne en Allemagne une augmentation du coût du crédit tout comme une hausse temporaire du chômage, et de nombreux investissements potentiels ne se font pas dans les entreprises. Les prix augmentent, mais de manière contrôlée. À l'étranger, on voit que l'Allemagne mène réellement une politique axée sur la stabilité et que l'attachement du reichsmark à l'étalon-or est crédible. Les intérêts élevés pratiqués par la Reichsbank dans le cadre de sa politique monétaire sont extrêmement attractifs pour les investisseurs étrangers.

L'écart de taux important entre l'Allemagne et d'autres économies considérées comme stables amène les entreprises, les communes, voire les institutions religieuses allemandes à entrer en relation avec des investisseurs étrangers à partir de 1924[42]. Pour les Allemands, le coût des emprunts à l'étranger est moins élevé qu'en Allemagne, et à l'étranger ces opérations sont attractives. Il en résulte que l'Allemagne s'endette à l'étranger et que la Reichsbank se trouve en possession de devises-or. L'Allemagne est en mesure de payer ses dettes (liées aux réparations), sans devoir resteindre sa consommation, en les remplaçant par des dettes privées – ce que l'on appelle la « commercialisation des réparations[43] ».

---

42. Robert R. Kuczynski, *Deutsche Anleihen im Ausland 1924-1928*, 2e éd., Berlin, Institute of Economics Washington, DC, 1929.
43. M. Spoerer, J. Streb, *Neue deutsche Wirtschaftsgeschichte…, op. cit.*, p. 78-79.

Graphique 5
Le cycle des réparations, 1924-1931



Source : M. Spoerer, J. Streb, *Neue deutsche Wirtschaftsgeschichte des 20. Jahrhunderts*, Munich, Oldenbourg, 2013, p. 38.

Le plan Young et ses effets sur les flux de capitaux en provenance et à destination de l'Allemagne

À la fin des années 1920, plusieurs parties prenantes poussent à une révision des clauses sur les réparations. En particulier, après que l'Allemagne a dû payer pour la première fois l'annuité totale de 2,5 milliards de reichsmarks en 1928-1929, le gouvernement allemand demande une réduction des réparations. Du côté des Alliés, on regrette d'avoir accepté le régime de protection des transferts. Si la croissance économique de l'Allemagne pendant la seconde moitié des années 1920 semble satisfaisante, la commercialisation des réparations est naturellement une pratique connue, d'autant que le président de la Reichsbank, Hjalmar Schacht, évoque volontiers les risques qu'elle comporte. La France,

en particulier, pousse à la mise en place d'un cadre formel pour la commercialisation des réparations, sous la forme par exemple d'un emprunt contracté par la Reichsbank. La France, à titre de créancier privé, aurait ainsi contourné le régime de protection des transferts et pu obtenir le paiement des réparations lui revenant indépendamment de la stabilité de la monnaie allemande.

De février à juin 1929 ont lieu de nouvelles négociations, menées du côté américain par l'industriel américain Owen D. Young. Le nouveau plan, rapidement baptisé plan Young, prévoit une réduction importante du montant total des réparations, ramené à 36 milliards de reichsmarks, en valeur de l'époque, à verser sous la forme d'annuités de 2,1 milliards de reichsmarks au maximum. La dernière annuité serait arrivée à échéance en 1987-1988. Certaines clauses humiliantes, notamment le contrôle par les Alliés de la Reichsbank et de la Reichsbahn, disparaissent. Les missions de l'agent général sont transférées à la future Banque des règlements internationaux (BRI) à Bâle, à laquelle le Reich vire désormais les réparations. Une clause essentielle disparaît toutefois : la protection des transferts. L'Allemagne, qui obtient un emprunt de 1,2 milliard de reichsmarks est de nouveau responsable de la stabilité externe de sa monnaie. Ainsi, la séniorité s'inverse de nouveau : les investisseurs privés peuvent s'attendre à ce que le gouvernement allemand, en cas de doute, donne la priorité au service des réparations et qu'en conséquence leurs créances aient désormais un rang inférieur, ces investisseurs étant plus exposés au risque de défaut de paiement de l'Allemagne. Le plan Young, entré en vigueur en mai 1930 avec effet rétroactif au 1er septembre 1929 après de vifs débats et l'échec d'un référendum lancé par la droite (décembre 1929), semble régler définitivement la question des réparations[44].

Les effets des incitations économiques résultant du plan Young se font toutefois plus durement sentir que prévu. Selon ce nouveau plan, l'Allemagne n'a plus la possibilité de financer les réparations en contractant de nouvelles dettes à l'étranger. Lorsque les nouvelles règles sont connues en février 1929, les sorties de devises commencent auprès de la Reichsbank et l'Allemagne se trouve pour la première fois depuis la stabilisation de la monnaie en 1924 au bord d'une crise de la dette. La solvabilité du pays se dégrade jusqu'à s'apparenter à celle d'un pays en développement[45]. Comme le montre le tableau 2, les flux de capitaux s'inversent : si, de 1924 à 1929, quantité de capitaux continuent d'affluer vers l'Allemagne, les flux diminuent sensiblement en 1930 pour se

44. A. Ritschl, *Deutschlands Krise und Konjunktur…, op. cit.*, p. 129-131 ; M. Spoerer, J. Streb, *Neue deutsche Wirtschaftsgeschichte…, op. cit.*, p. 79.
45. A. Ritschl, *ibid.*, p. 130-135.

transformer, à partir de 1931, en sorties massives de capitaux qui s'accentuent encore lors de la double crise de juillet 1931[46].

Tableau 2

Emprunt extérieur net de l'Allemagne et réparations (en milliards de reichsmarks), 1924-1932

Importations de capitaux (net)	*1924*	*1925*	*1926*	*1927*	*1928*	*1929*	*1930*	*1931*	*1932*
Long terme	1,0	1,1	1,4	1,8	1,7	0,4	0,8	–0,1	0,0
Court terme	1,5	0,3	0,1	1,8	1,5	1,0	0,4	0,5	–0,8
Non spécifié	0,4	1,7	–0,9	0,3	1,0	0,9	–0,7	–3,4	0,2
Total	2,9	3,1	0,6	3,8	4,1	2,3	0,4	–3,0	–0,6
Réparations	0,6	1,1	1,3	1,7	2,2	2,1	1,9	1,0	0,2

Sources : Statistisches Reichsamt, *Die deutsche Zahlungsbilanz der Jahre 1924-1933*, 2e éd., Berlin, Hobbing, 1934, p. 10-11 (dette extérieure) ; M. Hantke, M. Spoerer, « The imposed gift of Versailles: The fiscal effects of restricting the size of Germany's armed forces, 1924-9 », *Economic History Review*, vol. 63, n° 4, 2010, p. 855 (réparations 1924-1929) ; A. Ritschl, *Deutschlands Krise und Konjunktur 1924-1934. Binnenkonjunktur, Auslandsverschuldung und Reparationsproblem zwischen Dawes-Plan und Transfersperre*, Berlin, Akademie, 2002, tableau A.12 (réparations 1930-1932).

L'annulation des réparations : le moratoire Hoover et la conférence de Lausanne

À la moitié de l'année 1931, avant même que la crise bancaire ne se déclare, on redoute à l'étranger la faillite de l'Allemagne. Compte tenu des liens d'interdépendance à l'échelle mondiale, cette faillite aurait entraîné de fortes perturbations sur les marchés des capitaux et mis en péril les prêts encore en cours des banques américaines en Allemagne. Sous l'impulsion de ces dernières, le président des États-Unis J. Edgar Hoover a, contre l'avis de la France, prononcé en juin 1931 également un moratoire d'un an sur le paiement à la fois des réparations et des dettes interalliées. Le plan Young prévoyait déjà la constitution d'un comité spécial chargé d'examiner les capacités économiques de l'Allemagne, dont le gouvernement allemand demande désormais la convocation. Ce comité conclut à la fin de l'année 1931 qu'à l'issue du moratoire, le Reich ne sera en mesure de reprendre ni le paiement des réparations, ni le service des

46. Isabel Schnabel, « The German Twin Crisis of 1931 », *Journal of Economic History*, vol. 64, n° 3, 2004, p. 822-871.

dettes privées. Pour cette raison, il propose d'annuler les réparations allemandes et les dettes interalliées.

En réalité, lors de la conférence de Lausanne qui se tient en juillet 1932, les créanciers accordent à l'Allemagne une remise des réparations, à l'exception d'une somme symbolique de 3 milliards de reichsmarks (soit une somme légèrement supérieure à une annuité dans le cadre du plan Dawes ou du plan Young). Les États-Unis acceptent la suspension du service des dettes interalliées, sans jamais renoncer formellement à leur remboursement. Ces dettes s'éteignent en 1948, tandis que l'Allemagne effectue ses derniers paiements, d'un montant faible, en 2010[47].

Le Reich est ainsi libéré également des dettes à l'étranger, nées de la guerre. L'annulation des réparations a un impact psychologique très important et ce n'est peut-être pas un hasard si de nombreux indicateurs économiques se redressent à partir de la fin de l'été 1932, alors que l'Allemagne vient de connaître, pendant 3 ans, sa pire crise économique[48].

IV. SYNTHÈSE ET PERSPECTIVES

La Première Guerre mondiale place l'économie allemande devant des problèmes majeurs. Afin de pouvoir mobiliser les ressources réelles nécessaires dont il a besoin, l'Empire allemand s'endette considérablement. Les emprunts de guerre constituent un moyen durable de confisquer une partie du pouvoir d'achat des ménages et d'utiliser leur épargne pour financer la guerre, mais cela ne suffit pas à long terme. Aussi l'Empire allemand se voit-il contraint d'accroître toujours davantage l'offre de monnaie. Alors que les Allemands ont toujours été convaincus qu'ils sortiraient victorieux de cette guerre (comme en 1871) et que les vaincus devraient en payer le coût, c'est le contraire qui se produit en 1918-1919. Les réparations réclamées par les Alliés constituent l'un des nombreux éléments qui contribuent à déstabiliser la démocratie de Weimar, déjà fragile. Les gouvernements du Reich qui se succèdent rapidement ne trouvent dans un premier temps pas d'autre solution que de laisser filer l'inflation, ce qui a pour effet favorable de réduire la dette intérieure.

47. H. Knortz, *Wirtschaftsgeschichte der Weimarer Republik…, op. cit.*, p. 113-114.

48. Christoph Buchheim, « Zur Natur des Wirtschaftsaufschwungs in der NS-Zeit », *idem*, Michael Hutter, Harold James (dir.), *Zerrissene Zwischenkriegszeit. Wirtschaftshistorische Beiträge*, Baden-Baden, Nomos, 1994, p. 97-119 ; A. Ritschl, *Deutschlands Krise und Konjunktur…, op. cit.*, p. 183.

À la suite de la réforme monétaire de 1923-1924, le Reich est libéré de la plupart de ses dettes intérieures, mais pas du poids des réparations.

En Allemagne, les réparations sont considérées comme injustes par l'ensemble de l'échiquier politique, ce qui laisse peu de marge de manœuvre au gouvernement. S'ils veulent payer les réparations, les gouvernements qui se succèdent doivent transférer à l'étranger la valeur créée dans le pays, ce qui nuit à l'économie allemande. Il leur est alors reproché de se plier devant le traité de Versailles (*Erfüllungspolitik*). Refuser de payer les réparations aurait eu des conséquences graves pour la politique extérieure, comme l'a déjà montré l'occupation de la Ruhr en 1923. La seule voie médiane envisageable consiste à montrer à l'extérieur du pays le caractère inexécutable du paiement des réparations. La crise économique mondiale qui commence à la fin de l'année 1929 précipite la société allemande dans une crise économique sans précédent alors que les indicateurs économiques sont en berne depuis déjà presque un an. En raison du chômage qui touche près d'un tiers de la population active et de la sortie massive de capitaux, l'Allemagne est effectivement considérée comme incapable d'assumer le poids des réparations, au prix toutefois de l'instauration de la dictature nationale-socialiste. La démocratie de Weimar a hérité de la dette énorme qu'a laissée l'Empire allemand, elle a été tenue pour responsable de la perte de l'épargne de nombreux ménages au cours de la période d'hyperinflation et elle a porté le fardeau qui a finalement conduit à l'annulation des réparations en 1932. Après la crise économique qui signe l'échec de la République de Weimar, le national-socialisme peut prendre les rênes d'une Allemagne libérée de l'essentiel de ses dettes.

Les effets à long terme de l'annulation de la dette de l'Allemagne après la Première Guerre mondiale apparaissent après la Seconde Guerre mondiale. Les Alliés, en particulier les États-Unis, ont tiré les enseignements de la débâcle de la République de Weimar. Contrairement à ce qui avait été le cas lors du premier conflit, il est clair que l'Allemagne est seule responsable de l'éclatement de la Seconde Guerre mondiale (en Europe). Ainsi le pays est-il traité avec clémence. Le faible montant des réparations imposées à la République fédérale dans l'accord de Londres de 1953 est négligeable.

L'hyperinflation a eu une autre conséquence, encore visible aujourd'hui. Dans les faits, de nombreux Allemands sont par deux fois, lors des réformes monétaires de 1923-1924 et de 1948, dépossédés de leurs biens par leur propre État. Ces réformes monétaires font suite à l'hyperinflation et à la dépréciation totale du reichsmark entre 1945 et 1948. Depuis ce moment, la crainte de l'inflation est beaucoup plus présente en Allemagne que dans les autres États faisant partie du système monétaire européen dans les années 1970 et, depuis

les années 1990, de l'Union économique et monétaire. La Deutsche Bundesbank a pu mener une politique monétaire aussi axée sur la stabilité monétaire parce qu'elle savait qu'elle avait l'appui de l'opinion publique. Concernant le choix effectif ou présumé entre stabilité des prix et emploi (courbe de Phillips), l'Allemagne a opté pour la première solution bien avant des pays comme la France ou l'Italie.

À l'heure actuelle (mi-2018), la dette publique allemande représente environ 64 % du produit intérieur brut. Bien qu'elle dépasse de quelques points de pourcentage le critère de Maastricht et soit supérieure de 15 points aux chiffres de 1913-1914, elle est considérée comme économiquement supportable. Le vrai risque, même si la question n'est que rarement abordée dans le débat public, vient bien plus de la masse de créances accumulée au cours des dernières décennies par la « championne des exportations », comme la surnomment, non sans quelque vanité, les médias allemands. S'agissant du commerce extérieur avec son solde positif, l'Allemagne accumule d'énormes créances. L'avenir nous dira si elle pourra recouvrer ses créances ou si les pays débiteurs refusent de payer, dans une économie mondiale désormais fortement exposée à la démondialisation.

FAIRE DÉFAUT

LA DETTE EN FRANCE DE 1715 À 1726

François R. VELDE

Introduction

La période qui court de la mort de Louis XIV à la prise du pouvoir personnel de Louis XV, du Grand Siècle au siècle des Lumières, est une charnière à plus d'un titre. Mais les charnières sont aussi des points de faiblesse : le fait accompli présente beaucoup de continuités entre la monarchie de Louis XIV et, finalement, celle de son arrière-petit-fils, mais cela n'allait pas de soi. Comme souvent en histoire, la difficulté consiste à oublier que nous connaissons la suite, et à nous rappeler que le futur n'était pas encore écrit – ce qui est particulièrement vrai dans le domaine des finances publiques entre 1715 et 1726.

Dans cet article, nous aimerions aider le lecteur à faire cet effort d'oubli volontaire, voire ce voyage dans le temps ; à se replacer au moment où le Roi-Soleil expirait, laissant à son héritier et à son royaume le solde de son amour excessif de la guerre. Au passif, une dette lourde qui pèsera, d'une façon ou d'une autre, sur toute la période. Nous commencerons donc par quelques réflexions sur la dette publique en général, guidées par le parallèle qui s'impose à toute étude des finances de la période : la Grande-Bretagne, rival durable, mais qui, à l'époque, n'a pas encore complètement trouvé sa voie.

La dette n'est pas qu'une accumulation de déficits passés : elle est aussi, à chaque moment où elle existe encore, le résultat d'un choix : celui de ne pas la renier. Mais si on ne la renie pas, peut-on faire mieux que par le passé ? Cette question de l'innovation, posée tant par le passé peu glorieux de la France que par le présent inquiétant de la Grande-Bretagne, amènera cette première à expérimenter, avec tant d'audace que cette dernière (pour une fois) cherchera à nous imiter : il s'agit de l'expérience tentée par Law, dont nous exposerons brièvement les ressorts. Si son issue désastreuse est connue, le rétablissement qu'elle nécessita l'est moins – même si la stabilité (apparente) inaugurée en 1726 doit probablement beaucoup au visa des frères Pâris, que nous esquisserons.

I. LES ENJEUX DE LA DETTE ET LE MODÈLE ANGLAIS

A. À QUOI SERT LA DETTE PUBLIQUE ?

À quoi sert la dette ? Elle sert avant tout à transférer des ressources du futur vers le présent (pour l'emprunteur) ou du présent vers le futur (pour le prêteur). L'utilité de ces transferts vient de ce que les agents économiques préfèrent (en général) des profils de consommation lisses dans le temps : toutes choses étant égales par ailleurs, il est mieux de consommer uniformément au cours du temps plutôt que d'éprouver des variations. La dette sert donc à réarranger la consommation entre différentes dates.

Qu'en est-il de la dette publique, c'est-à-dire de la dette émise (ou acquise) par l'État ? Ce dernier est un agent un peu particulier. Autant on peut assigner des préférences aux individus ou aux ménages, et aux autres acteurs institutionnels qui agissent pour leur compte (les entreprises que les ménages possèdent), autant l'objectif de l'État est plus difficile à postuler, surtout dans un contexte historique. On peut considérer l'État (le roi) comme un agent autonome similaire aux autres, avec ses préférences, ou bien on peut le supposer « bienveillant » (par inclinaison ou par prudence), au sens où il cherche à maximiser le bien-être de sa population. Dans un cas comme dans l'autre, l'État aura aussi intérêt à lisser ses dépenses dans le temps.

La dette publique peut avoir un avantage supplémentaire dans une situation où les marchés financiers imparfaits offrent peu d'outils d'épargne ; mais cet avantage se réalisera surtout lorsque la dette publique est à long terme, sûre, et liquide.

B. DETTE ET FINANCES PUBLIQUES

Dette publique et fiscalité sont inséparables, car elles participent toutes deux à la même équation, la contrainte de budget intertemporelle de l'État. La dette sert à transférer des ressources entre différentes périodes de temps, mais ces ressources ne sont autres que les ressources fiscales dans chaque période. Transférer des ressources permet, ou implique, d'augmenter les revenus fiscaux dans l'une et les baisser dans l'autre. Un État qui emprunte doit pouvoir augmenter l'impôt dans le futur pour payer sa dette. Inversement, la motivation première d'emprunter est de pouvoir baisser l'impôt maintenant (relativement à ce qu'il devrait être pour faire face aux dépenses nécessaires).

Or, les impôts créent des distorsions dans l'économie. Prenons le cas d'une guerre, puisque les guerres sont les sources principales de variations de dépenses des États pré-modernes. Une guerre représente un accroissement des charges

de la société : il faut soudainement produire plus pour faire face au conflit. Or, augmenter les impôts quand on veut accroître la production est une mauvaise idée : plus la charge d'impôts s'accroît et plus il est difficile à l'économie de produire plus. D'où l'intérêt pour les États d'avoir recours à la dette.

Le paradoxe est que faire défaut sur sa dette existante est pour l'État une forme de taxation qui, si elle n'est pas anticipée, ne crée pas de distorsion, car la dette existante est le résultat de décisions prises dans le passé que rien ne peut changer. Cet impôt, forfaitaire, n'affecte pas les décisions marginales, par opposition aux impôts (sur le revenu, le travail, la consommation, l'épargne) qui introduisent un écart entre coût et rendement et donc modifient les décisions des agents. Bien entendu, ce genre de taxation ne peut guère être utilisé plus d'une fois. Un État qui fait défaut risque fort de ne pas trouver preneur la prochaine fois qu'il lui faudra emprunter.

C. Le modèle britannique (après 1720)

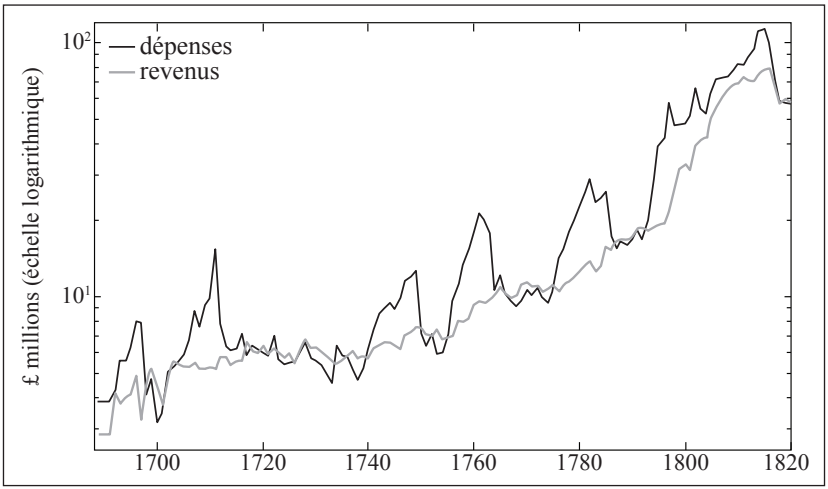
Le XVIII^e^ siècle européen est dominé par le succès du modèle fiscal britannique. Après la Glorieuse Révolution de 1688 et les changements constitutionnels qui ont suivi (et une longue période d'hésitations jusqu'en 1720), la monarchie a su trouver une méthode de financement des guerres. À court terme, le lissage est fait par l'émission de papier (*Navy bills, Exchequer bills*), mais dont la quantité reste très limitée. Le gros de la dette prend la forme d'emprunts à très long terme, les *consols*, qui sont comme les rentes perpétuelles françaises : en échange d'une somme donnée, l'État s'engage à payer une annuité constante, qui n'est éteinte que par rachat. Le rachat peut être opéré à tout moment (avec en général un préavis d'un an) et est opportun lorsque les taux d'intérêt ont suffisamment baissé pour que l'État puisse se refinancer à moindre coût (par exemple en 1750, et ensuite à plusieurs reprises au cours du XIX^e^ siècle).

Ces emprunts doivent être à chaque fois consentis par le Parlement, qui en même temps augmente les impôts futurs, en principe suffisamment pour supporter l'augmentation des intérêts. L'absence de remboursement fixe facilite le lissage, qui s'opère sur un horizon presque infini.

Le « lissage à l'anglaise » est illustré par les graphiques 1 et 3. Les chocs de dépense se reconnaissent : il s'agit des guerres du long XVIII^e^ siècle, finissant avec les guerres de la Révolution et de l'Empire. La courbe de dépense (y compris le service de la dette) est au-dessus de celle des revenus pendant les guerres, en dessous en temps de paix ; et chaque guerre augmente la charge fiscale. Notons que l'échelle est logarithmique, et que l'augmentation des revenus du début à la fin parcourt deux ordres de grandeur. Certes, la population et le

revenu par habitant augmentent pendant la Révolution industrielle, mais la capacité de l'État britannique à augmenter les impôts se manifeste avant, puisqu'on voit les revenus tripler entre la Glorieuse Révolution et la paix de 1763.

Graphique 1
Revenus et dépenses en Grande-Bretagne



Source : Brian R. Mitchell, *British Historical Statistics*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

II. LA FRANCE EN 1715

Considérons maintenant la situation de la France en 1715, à la sortie de la guerre de Succession d'Espagne, conflit long et coûteux.

A. Dépenses et revenus

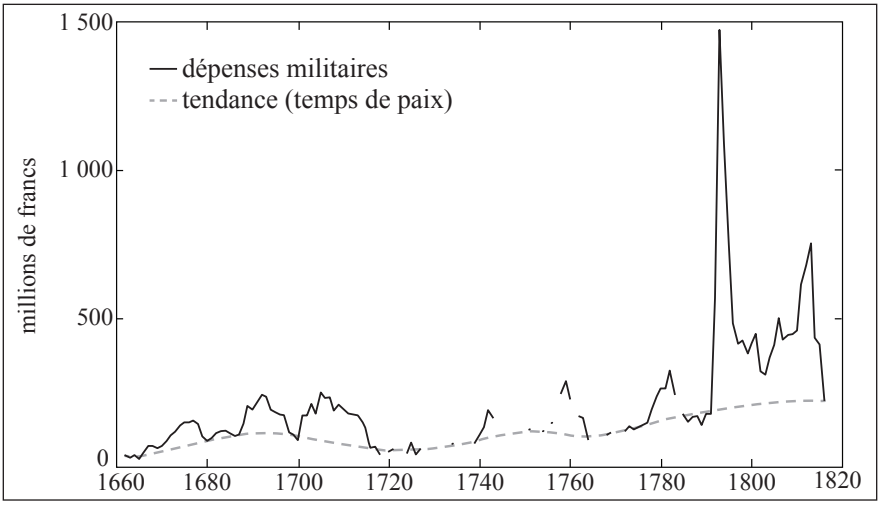
L'État français est petit : si l'on estime[1] un PIB de 2 800 millions de livres en 1700, ses revenus font 4 % du PIB. Il est soumis à d'immenses variations dans ses dépenses : comme nous l'avons dit, les guerres en sont la raison principale, car les dépenses civiles (hors dette) sont peu élevées (la moitié environ des dépenses militaires en temps de paix) et varient peu (voir graphique 2). Le mot « soumis » n'est pas tout à fait exact, puisqu'il faut être deux (au moins) pour faire la guerre, et chacun des deux, agresseur ou défenseur, fait le choix continu de poursuivre le conflit. Le rejet des propositions de paix de 1710 par

1. Voir James C. Riley et John J. McCusker, « Money Supply, Economic Growth, and the Quantity Theory of Money: France, 1650-1788 », *Explorations in Economic History*, vol. 2, n° 3, 1983, p. 274-293.

Louis XIV en est une illustration. D'ailleurs, la politique étrangère française est, pendant toute cette période, agressive, souvent sans but très clair (par exemple les guerres de Succession de Pologne et d'Autriche). Ces choix, cependant, sont faits par le souverain et le contrôleur général des finances n'a guère son mot à dire : sa charge est de trouver les moyens de les financer.

L'État français est, fiscalement parlant, assez faible. La monarchie est certes absolue, mais son pouvoir de taxation est contraint par de nombreuses limites. Diverses provinces ou communautés ont su obtenir des arrangements qui limitent leurs obligations fiscales, souvent comme prix de leur adhésion au royaume. Contrairement à la monarchie britannique, la monarchie française n'a pas de mécanisme institutionnel pour garantir l'acceptation des contribuables ; les nouveaux impôts ou les augmentations doivent faire face à de grandes oppositions dans les cours de parlements et sont difficilement levés. De plus, l'État est mal informé : il sait finalement peu de choses sur les fortunes de ses sujets et sur les ressources des différentes régions ou différents modes d'impositions, en grande partie parce que la collecte des impôts n'est pas faite par ses agents, mais aussi parce que la perception et la dépense sont décentralisées et que, jusqu'à la fin de l'Ancien Régime, le gouvernement à Versailles peine à avoir une vue d'ensemble.

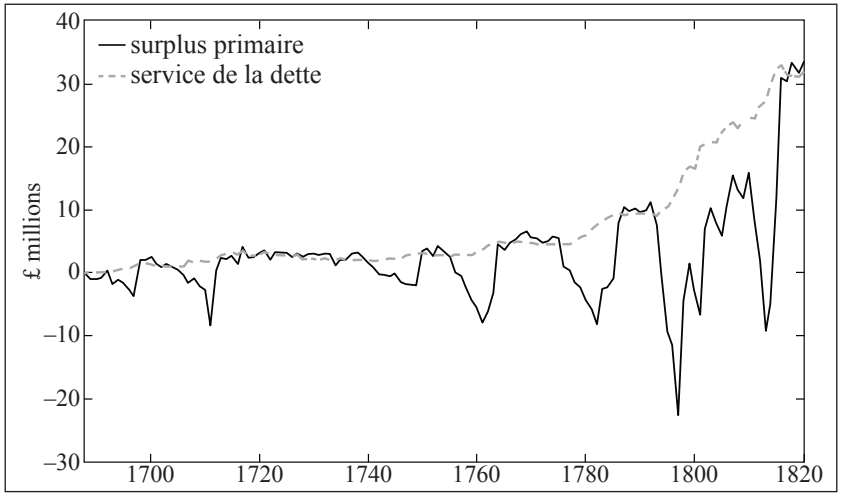
Graphique 2
Dépenses militaires en France



Source : François R. Velde, « French Public Finance between 1683 and 1726 », *in* Fausto Piola Caselli (dir.), *Government Debts and Financial Markets in Europe*, Londres, Pickering & Chatto, 2008, p. 135-165 ; F. R. Velde et Thomas J. Sargent, « Microeconomic Features of the French Revolution », *Journal of Political Economy*, vol. 103, n° 3, 1995, p. 474-518.

Graphique 3

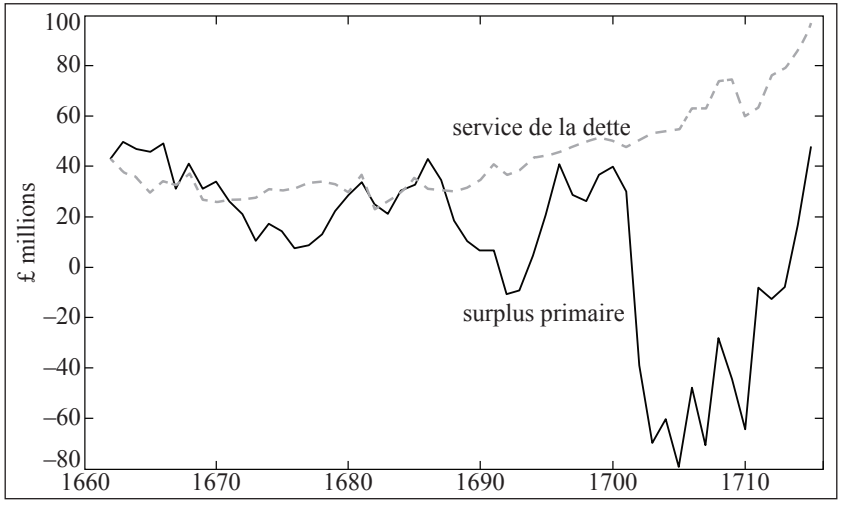
Surplus primaire en France



Source : B. Mitchell, *British Historical Statistics*, *op. cit.*

Graphique 4

Surplus primaire en Grande-Bretagne



Source : F. R. Velde, « French Public Finance... », art. cit. ; F. R. Velde, et T. J. Sargent, « Microeconomic Features of the French Revolution », art. cit.

Depuis longtemps, les revenus du domaine royal ne suffisent plus ; dans le cœur de la France, les « aides » et autres impositions consenties au Moyen Âge par des organes représentatifs sont devenues des impôts sans contrôle ni contrepartie. Les impôts directs sont essentiellement la taille et ses accessoires, augmentés des tentatives partielles d'imposition du revenu par Louis XIV, comme la capitation de 1693, tentatives limitées par l'absence des structures nécessaires pour asseoir et lever l'impôt. L'ignorance de l'État est encore manifeste dans la gestion des impôts indirects, confiée à des fermiers intéressés. Ce qui manque à l'État, c'est de savoir où sont les dépenses ou les revenus taxables. Cette ignorance se paie, car il faut un système d'incitation pour amener ceux qui savent à révéler l'information ; le coût de la perception (par exemple les profits des fermiers) n'est en grande partie que le prix de l'ignorance. Le lissage à la française (graphique 3) est au final imparfait comparé à la Grande-Bretagne (graphique 4).

Tableau 1

Revenus de l'État français (en livres)[2]

Source	*Années*			
	1683	*1700*	*1715*	*1725*
Impôts indirects				
Fermes unies	62,8	58,6	47,0	77,7
Autres fermes	2,2	8,0	12,9	26,3
Impôts directs				
Taille et accessoires	47,7	41,6	51,8	80,9
Capitation et dixième			49,8	
Domaine royal	3,4	4,0	3,9	6,2
Total	116,0	112,1	165,6	191,1
Index de la livre	1,05	0,92	1,00	0,67
Total (livres constantes)	121,4	103,5	165,6	128,9

Sources : Jean-Roland Mallet, *Comptes-rendus de l'administration des finances du royaume de France*, Paris, Buisson, 1789 ; Arthur Michel de Boislisle, *Correspondance des contrôleurs généraux des finances avec les intendants des provinces*, Paris, Imprimerie nationale, 1874 ; François Véron Duverger de Forbonnais, *Recherches et considérations sur les finances de France*, Liège, 1758, 5, p. 212 ; Archives Affaires étrangères (désormais Ar. MAE), Mémoires et documents, France 1258, f° 200-4.

2. L'index de la livre mesure le contenu en argent (valeur 1 en 1715).

B. Politique monétaire de 1685 à 1730

Une forme particulière de taxation fut très employée de 1690 à 1726 : il s'agit des réformations monétaires.

Pour comprendre le mécanisme, il convient de se rappeler que la monnaie, comme ailleurs en Europe jusqu'au XIX^e^ siècle, consiste en pièces métalliques (or et argent) sans valeur faciale inscrite. Les paramètres de la fabrication des pièces (poids, titre, empreintes) sont fixés par édits enregistrés par la Cour des monnaies, mais la valeur d'une pièce est déterminée par le roi en son conseil, sans autre contrôle judiciaire. Il est donc loisible au roi de changer la valeur d'une pièce à sa guise. Que signifie alors le concept de valeur faciale, ou (dans le langage de l'époque) de cours ? En première approximation, il comporte deux aspects :

– d'abord, c'est une valeur relative, c'est-à-dire qu'une pièce avec un cours de deux livres « vaut » deux fois plus qu'une pièce avec un cours d'une livre ;

– ensuite, ce cours d'une livre signifie que la pièce doit être acceptée en paiement d'une dette montant à une livre, ou en échange d'un bien valant une livre. Changer le cours des monnaies a donc des effets réels dans deux cas :

• si les dettes et obligations sont généralement libellées en unité de compte, ce qui était le cas,

• dans la mesure où les prix ne s'ajustent pas entièrement et rapidement au changement.

Voyons maintenant le mécanisme des réformations. Le roi annonçait que les monnaies en circulation perdaient leur cours, sauf à les porter aux monnaies pour être refrappées avec une nouvelle empreinte. Ainsi, en décembre 1689, les écus d'argent, qui avaient cours pour 60 sols, devaient être portés aux monnaies où ils seraient pris pour 62 sols – cette somme payée en écus refrappés ayant cours pour 66 sols. Un particulier qui apportait 33 écus anciens recevait 31 écus refrappés, et donc payait une taxe de 2/33 pour conserver à ses écus leur pouvoir libératoire. Il lui était certes loisible de conserver ces pièces sous forme d'argent brut, mais s'il voulait les convertir à nouveau en monnaie ils ne seraient plus pris que pour 60 sols (en nouveaux écus) au-delà d'un délai assez court.

En somme, la monnaie existante était démonétisée et le porteur devait payer une taxe pour la remonétiser ; la preuve que la taxe avait été payée était la surfrappe sur la pièce (ce qui faisait l'économie d'une refonte complète). La taxe, ou seigneuriage, de 2/31 (environ 6,5 %) avait pour assise toute la masse monétaire. L'augmentation du cours des monnaies avait aussi l'avantage pour le roi de réduire la valeur métallique de sa dette, qui était bien entendu libellée en livres. Ce procédé était peu coûteux en apparence, mais les effets secondaires sur l'économie pouvaient être importants.

Le tableau 2 résume ces opérations, dans la mesure où les chiffres sont connus. On voit que le procédé fut employé de façon répétée, avec des taux croissants et des rendements conséquents (comparés aux revenus ordinaires), mais décroissants. En effet, le gouvernement, conscient des perturbations qu'introduisaient ces mutations monétaires, faisait toujours marche arrière au bout de quelques années, et annonçait un retour progressif des monnaies à leurs valeurs anciennes (sans qu'elles aient à repasser par les hôtels des monnaies) ; les agents assez patients pouvaient donc éviter la taxe et attendre ce retour. Par ailleurs, la surfrappe des monnaies était une opération techniquement simple à la portée de tout orfèvre, et la contrefaçon se développa, en France et dans les pays limitrophes. Après 1726, la monarchie n'eut plus recours à ce moyen.

Tableau 2

Réformes monétaires de 1689 à 1726[3]

Date	*Frappe (m L)*	*Seigneuriage (%)*	*Profit (m L)*	*Index de la livre*
Décembre 1689-septembre 1693	465,5	6,5	40,5	1,10
Octobre 1693-mars 1700	484,2	12,5	55,7	1,20
Septembre 1701-octobre 1703	321,5	7,2	29,2	1,17
Juin 1704-novembre 1705	186,4	12,5	29,0	1,33
Mai 1709-décembre 1712*	448,2	25,3	37,8	1,50
Décembre 1715-mai 1718	399,3	20,0	75,5	1,50
Mai 1718-novembre 1719*	452,7	33,3	34,4	2,24
Septembre 1720-août 1723	?	16,0	(24)	3,36
Février 1726-juin 1726*	?	18,0	?	1,55

* *Refonte.*

Sources : F. Véron Duverger de Forbonnais, *Recherches et considérations sur les finances de France*, Liège, 1758, 4, p. 98, 136, 195, 220, 392, et 5, p. 269 ; AN, G^7 1414, 1445 ; BnF, ms. fr. 11159, f° 287 ; BnF, Joly de Fleury, 566, f° 199 ; Ar. MAE, Mémoires et documents, 1258, f° 63.

C. Le problème de la dette après 1715

Rappelons rapidement les caractéristiques de la dette française. On peut la diviser en dette à court terme et à long terme, comme en Angleterre. La

3. L'index de la livre (1 en 1689) mesure le contenu d'argent de l'unité de compte au début de chaque réforme.

première, aussi appelée « dette flottante », consistait en papier, généralement au porteur, portant intérêt, souvent tiré sur les trésoriers et receveurs. Autrement dit, le roi utilisait ses officiers comme des banquiers et tirait des chèques payables par eux à bref délai.

Tableau 3

La dette en France, 1700-1726

Date	*Perpétuel*		*Offices*		*Dette flottante*		*Total*		*Revenus*	*Surplus*	*Index de la livre*
	Capital	*Intérêts*	*Capital*	*Intérêts*	*Capital*	*Intérêts*	*Capital*	*Intérêts*			
1700	460,0	24,0	487,4	24,1			947,4	48,1	122,6	39,9	1,60
1707	642,7	35,7							145,6	–70,3	1,60
Févr. 1708	672,7	37,7			482,8				150,0	–28,3	1,51
1710	757,6	42,2							126,0	–64,0	1,25
Oct. 1710	757,6	37,9									1,25
Sept. 1713	885,0	44,0							161,5	–7,8	1,25
Oct. 1713	750,0	30,0									1,25
Sept. 1715	1 068,6	45,2	830,0	41,5	918,9		2 817,5	86,7	165,6	47,7	1,78
Déc. 1715	1 044,1	42,0					2 793,0	83,5			1,25
Janv. 1716			830,0	39,5			2 793,0	81,5	163,9	87,1	1,25
Juin 1717	933,6	41,3	830,0	39,5	558,1	13,0	2 321,7	93,7	169,4	93,5	1,25
Mai 1720	1 600,0	48,0	370,3	10,6	0,0	0,0	1 970,3	58,6			0,60
Oct. 1724	1 800,0	51,5	741,4	35,2			2 541,4	86,7	185,4	67,5	1,20
Nov. 1726	1 800,0	49,0	741,4	35,2			2 541,4	84,2	199,4	92,1	1,00

Sources : BnF, ms. fr. 7740, f° 39, 43 ; A. Vührer, *Histoire de la dette publique en France*, Paris, Berger-Levrault, 1886, 1, p. 129-130, 139 ; Jules Clamageran, *Histoire de l'impôt en France*, Paris, Guillaumin et C^ie^, 1867, 3, p. 45-46, 107-114 ; F. Véron Duverger de Forbonnais, *Recherches et considérations…*, *op. cit.*, 4, p. 307 ; Marcel Marion, *Histoire financière de la France*, Paris, Arthur Rousseau et C^ie^, 1914, 1, p. 63-69, 121, 149 ; *État général des dettes de l'État à la mort du feu Roy Louis XIV*, Paris, Coustelier, 1720 ; James C. Riley, « French Finances, 1727-1768 », *Journal of Modern History*, vol. 59, n° 2, 1987, p. 209-243.

La dette à long terme consistait principalement en rentes perpétuelles ou viagères, assignées sur des revenus. Ici encore, les instruments employés sont similaires à ceux de l'Angleterre, voire plus utiles, parce que la rente perpétuelle comporte, depuis le Moyen Âge, une clause de rachat que l'Église avait imposée pour permettre au débiteur de se libérer. Cette clause permet en principe de refinancer la dette quand les taux d'intérêt baissent, et l'Angleterre ne parvint que tardivement à l'inclure[4].

La clause de rachat était également applicable à la « finance » des offices vénaux. La finance, représentant la somme versée par le premier détenteur de l'office comme caution, et dont les intérêts formaient les « gages » de l'office, était remboursable dès lors que l'office était supprimé. Cette clause de rachat fut exercée pour éliminer les multiples offices créés pendant les guerres de Louis XIV, et sera aussi exercée en 1789 quand la Révolution abolira les offices.

Le tableau 3 résume l'évolution de la dette.

D. La conjoncture en 1715-1718

Le Roi-Soleil mourut le 1er septembre 1715, en recommandant à son successeur âgé de 5 ans de moins faire la guerre et plus aimer ses peuples. La guerre de Succession d'Espagne laissait 2 800 millions de livres de dette, dont :

– 1 000 millions de livres en rentes ;

– 800 millions de livres en offices ;

– 800 millions de livres en dette flottante.

Pour soutenir cette dette :

– les revenus étaient de 165 millions de livres ;

– le surplus primaire (revenus moins dépenses autres que la dette) de 47 millions de livres.

Le service de la dette montait à 87 millions de livres, sans la dette flottante sur laquelle on ne payait rien en pratique.

4. Les annuités émises en Angleterre pendant la guerre de Succession d'Espagne n'étaient pas rachetables, d'où la difficulté de convaincre les créanciers de les échanger en 1720. Comme on le verra plus loin, la tâche analogue de Law en France était plus facile parce que presque toute la dette publique française était rachetable.

La situation était donc grave, mais pas désespérée en principe. De 1715 à 1717, le duc d'Orléans, devenu Régent, et son gouvernement employèrent toutes les méthodes traditionnelles pour rétablir l'équilibre. Il y eut d'abord une réduction d'intérêt sur les rentes en décembre 1715. Par ailleurs, on établit une Chambre de justice pour soumettre les profiteurs de guerre à une taxe plus ou moins arbitraire et payable en dettes de l'État. On soumit toute la dette flottante à un visa, c'est-à-dire une opération de contrôle dont le but ostensible était de vérifier la validité des dettes et de découvrir fraudes et erreurs. Elle fut donc réduite puis convertie en un titre uniforme, le billet d'État, promettant 4 % et sans date de remboursement fixe. Côté fiscal, on réduisit les dépenses de 165 millions à 145 millions et on augmenta les impôts indirects de 60 à 70 millions, en partie pour compenser les impôts directs (capitation et dixième) introduits pendant la guerre.

En 1718, la situation n'était plus critique, mais il fut jugé nécessaire de recourir encore une fois à la taxation monétaire (mai 1718) au taux exorbitant de 33 %. Cependant, la situation restait fragile, car le conflit sur la succession d'Espagne n'était pas pleinement résolu. Les traités d'Utrecht de 1713 avaient été signés par la France, les Pays-Bas et le Royaume-Uni, mais pas par l'Espagne. Philippe V n'acceptait pas la perte de ses domaines italiens qui devaient servir à dédommager son rival pour le trône d'Espagne, l'Empereur Charles VI, et songeait à les reprendre. En outre, en tant qu'oncle du roi Louis XV, Philippe V était plus proche parent que le duc d'Orléans, et n'avait renoncé à ses droits à la Couronne française que du bout des lèvres. Le pouvoir du Régent n'était pas assuré.

III. LE SYSTÈME DE LAW

Dans ce contexte arriva en France l'écossais John Law. Le « système » qu'il échafauda de 1716 à 1720 est fort complexe et a été traité de nombreuses fois en mettant l'accent sur divers aspects[5]. Nous résumons ici les étapes principales sous l'angle de la dette publique.

---

5. Voir notamment Émile Levasseur, *Recherches historiques sur le système de Law,* Paris, Guillaumin et C^ie^, 1854 ; Earl J. Hamilton, « John Law of Lauriston: Banker, Gamester, Merchant, Thief? », *American Economic Review*, vol. 57, n° 2, 1967, p. 273-282 ; Edgar Faure, *La Banqueroute de Law*, Paris, Gallimard, 1977 ; Claude-Frédéric Lévy, *Capitalistes et Pouvoir au siècle des Lumières*, Paris, Mouton, 1980 ; Antoin E. Murphy, *John Law: Economic Theorist and Policy-maker*, Oxford, Clarendon Press, 1997 ; François R. Velde, « Was John Law's System a Bubble? The Mississippi Bubble revisited », *in* Jeremy Attack (dir.), *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008, p. 90-120.

A. Le système (1716-1720) et la dette publique

Le déroulement du système peut se résumer à la prise de contrôle des fonctions fiscales de l'État (c'est-à-dire la perception des impôts, la gestion de la dette et la monnaie) et du commerce international par une société anonyme.

Le projet initial de Law était de créer une banque d'État, mais le gouvernement jugea le moment inopportun ; à la place, on lui permit d'établir une compagnie pour conduire des activités bancaires « normales » : gestion de comptes et dépôts, escompte, activités de change. Les deux nouveautés, pour la France, étaient que la compagnie était une société par actions, et qu'elle émettait des billets au porteur, en sommes rondes et sans intérêt : le premier papier-monnaie de notre pays – encore qu'il n'avait initialement aucun pouvoir libératoire et constituait seulement une obligation privée. Cette compagnie, fondée en mai 1716 sous le nom de Banque générale, était une banque de banquiers : avec les fonds qu'elle mobilisait par l'émission de ses billets, elle finançait les banquiers et commerçants de la place de Paris. La demande pour ses billets fut encouragée par le gouvernement, qui les accepta en paiement d'impôts et obligea les receveurs à les payer à vue. Il s'agissait donc là d'un nouveau moyen de paiement, standardisé et utilisable dans tout le royaume, à la fois innovation technique et privilège légal. La banque s'accrédita rapidement et prospéra, jusqu'en décembre 1718 quand elle fut abruptement nationalisée et renommée Banque royale.

Pendant ce temps, Law lança une autre compagnie, de commerce celle-là. Il obtint du gouvernement la cession de la Louisiane, vaste territoire (comprenant non seulement l'État moderne de ce nom, mais tout le bassin du Mississippi et de ses affluents) encore vierge d'occupation occidentale et inexploité. La Compagnie d'Occident, autre société par actions, se développa rapidement, non pas par l'exploitation de la colonie (activité qu'elle mena bien, mais qui prit plusieurs années à croître), mais par l'acquisition de plusieurs autres compagnies existantes ainsi que de diverses fermes ou monopoles. Lorsqu'elle acquit en 1719 la Compagnie des Indes orientales lancée par Colbert, la compagnie de Law prit ce nom. Ces acquisitions rapides furent financées par des émissions successives de nouvelles actions à des prix croissants (car la cote de la Compagnie, après avoir longtemps stagné, se mit à monter) et mirent la Compagnie en possession d'un quasi-monopole commercial sur le commerce extérieur de la France hors de l'Europe.

La Compagnie des Indes se tourna résolument vers la fonction fiscale en août 1719, lorsqu'elle remporta la ferme des impôts indirects (la ferme générale)

puis obtint du gouvernement de remplacer les receveurs d'impôts directs, à condition de leur rembourser la finance de leur office. La compagnie était en position de percevoir à peu près tous les impôts, pour lesquels elle devait verser une somme prédéterminée au gouvernement et à charge pour elle de compenser les manques ou garder les excédents. En acquérant aussi le bail des monnaies, elle gardait de même tous les profits monétaires en échange d'une somme fixe.

En août 1719 également, le système s'immisça profondément dans la dette publique. À la vérité, il en était en quelque sorte né, car les deux compagnies (la Banque générale et la Compagnie d'Occident) sont à l'origine des opérations de conversion de dette publique. En effet, lors de « l'introduction en Bourse », les acquéreurs d'actions pouvaient payer en ces billets d'État créés en 1716. Rappelons qu'ils n'avaient pas d'échéance et qu'ils perdaient de 20 à 60 % sur le marché. Le détenteur d'un billet d'État échangeait donc une créance douteuse sur l'État contre une part dans une compagnie privilégiée dont les bénéfices éventuels étaient non moins risqués, mais offraient un potentiel de hausse que n'avaient pas des obligations. La Banque comme la Compagnie utilisaient les intérêts sur les billets d'État comme fonds de roulement.

Cette conversion d'une dette publique (soit existante, soit nouvelle) en un privilège exploitable n'était pas une idée nouvelle, et l'Angleterre en avait usé lors de la création de la Banque d'Angleterre en 1694 et de la Compagnie de la mer du Sud en 1711. Les deux compagnies de Law en étaient une application d'ampleur limitée : le fonds de la Banque comptait 6 millions en billets d'État, celui de la Compagnie 100 millions, tous deux n'étant que quelques-uns des « débouchés » offerts aux 250 millions de billets d'État. Le plan que proposa Law en août 1719 était autrement plus ambitieux, puisque sa Compagnie avait acquis une masse de revenus potentiels : les profits sur la perception d'impôts et sur le monnayage, sur les monopoles des fourrures et du tabac, et sur tout le commerce d'outremer. Il s'agissait pour la Compagnie de refinancer toute la dette publique, au taux avantageux de 3 %. Le roi y gagnait une réduction d'un quart des intérêts qu'il payait : au lieu de payer 4 % au public, il paierait 3 % à la Compagnie. La Compagnie, n'ayant évidemment pas les fonds nécessaires, devait se financer soit en obligations, soit en actions. Après une hésitation (on parla d'« actions rentières », c'est-à-dire d'obligations), le choix fut fait d'une colossale émission d'actions en septembre 1719. La taille de cette émission fit d'ailleurs chuter les cours et nécessita une promesse que ce serait la dernière. Pratiquement, les titres de la dette publique qui avaient été appelés à remboursement étaient échangés par leurs détenteurs contre des récépissés du Trésor que la Compagnie acceptait en acquisition des nouvelles actions. Ainsi, la dette publique était convertie en actions d'une Compagnie dont les revenus étaient, au fond, ceux de l'État (voir tableau 4).

Qu'y gagnaient les créanciers ? Comme les premiers actionnaires de la Banque et de la Compagnie, ils échangeaient des titres qui promettaient un rendement constant dans le temps – mais qui s'avérait, dans la pratique, sujet à risque de défaut – et recevaient une part dans les profits (ou les pertes) de l'État. La dette est traditionnellement une promesse de paiement constant, tandis que l'action est un avoir sur le restant, variable, des revenus de l'entité émettrice. La logique du système était de transformer la dette (promesse fixe) en action (promesse variable), évitant le recours au défaut et protégeant la politique fiscale (et monétaire) des pressions budgétaires. Plus besoin d'augmenter les impôts au mauvais moment, en temps de crise ou de guerre, pour faire face aux échéances : les dividendes seraient simplement plus bas, voire nuls, en attendant les temps meilleurs. Plus besoin non plus de dévaluer la monnaie pour lever des fonds. La politique monétaire, d'ailleurs confiée à la Compagnie par la cession de la Banque royale en février 1720, se transformait en même temps parce que le papier-monnaie remplaçait explicitement l'or et l'argent comme monnaie légale et devenait, comme la monnaie moderne, une dette liquide.

Tableau 4

Remboursements sur la dette publique en 1719 et 1720 (en livres)

Dettes remboursées	*Capital*	*Intérêts*
Remboursements ordonnés le 31 août 1719		
Rentes sur l'Hôtel de Ville	961 731 525	38 469 261
Charges supprimées	254 377 341	16 958 490
Billets de la caisse commune	33 730 409	1 349 216
Billets de l'État	250 000 000	10 000 000
Total	1 499 839 275	66 776 967
Autres remboursements ordonnés jusqu'en juillet 1720		
Autres rentes	2 933 258	117 330
Augmentations de gages	200 000 000	11 939 366
Arriérés (avec intérêt)	36 427 796	1 633 000
Arriérés (sans intérêt)	237 919 732	9 516 790
Total	1 977 120 061	89 983 453

Source : *État général des dettes de l'État à la mort du Feu Roy Louis XIV*, Paris, 1720.

Mieux : les créanciers devenaient actionnaires d'une Compagnie aussi puissante – si ce n'est plus – que l'État lui-même. Ici encore, dira-t-on, rien de nouveau : la Casa di San Giorgio de Gênes, syndicat des créanciers de la

ville, était devenue selon le mot de Machiavel un « État dans l'État »[6]. Mais pareille expérience n'avait jamais été tentée dans un pays de la taille de la France, encore moins dans une monarchie absolue dont la gouvernance aurait été transformée.

B. Le talon d'Achille

Si tout ceci semble trop beau, chacun sait que l'histoire se finit mal. La question est : comment ?

La clé de l'opération était la conversion de la dette publique en actions. Mais cette conversion était volontaire. Juridiquement, une rente perpétuelle n'était jamais exigible par le créancier, mais toujours remboursable par le débiteur, règle du droit canon qui était passée dans le droit civil français et qui s'appliquait aussi aux rentes sur le roi. Donc le roi pouvait forcer ses créanciers à accepter des espèces sonnantes et trébuchantes pour éteindre ses dettes ; or, il n'avait pas ces espèces, la Compagnie non plus. Les récépissés du Trésor royal n'étaient pas de l'argent comptant, il ne dépendait que du bon plaisir de les échanger en actions de la Compagnie.

La Compagnie, dans l'émission de septembre 1719, employa la même technique qu'aux émissions précédentes : ne demander qu'une avance au souscrivant (10 ou 20 %) en lui donnant plusieurs mois pour payer le reste. Si le souscrivant omettait un paiement, il perdait le droit d'acquérir une action. Ainsi, les « souscriptions » que l'on voyait cotées sur le marché à l'automne 1719 n'étaient que des options : si elles n'étaient plus « *in the money* », elles ne seraient pas exercées.

La conversion de la dette ne devait donc être parachevée qu'au printemps 1720, lorsque les derniers paiements (en récépissés) seraient reçus par la Compagnie. Mais si le cours de l'action tombait, les souscrivants (créanciers du roi) refuseraient de faire les paiements restants et l'opération échouerait. Law devait donc soutenir le cours de l'action, ce qu'il fit aisément parce que sa Compagnie possédait une banque qui émettait des billets avec aisance. À l'automne 1719, on fit des prêts sur actions pour encourager la spéculation, puis début 1720 on fixa le prix de l'action, au jour le jour d'abord puis de façon permanente. On sent, dans les tentatives d'abandonner ce prix fixe, que Law voyait bien où menait cette politique, mais chaque abandon précipitait le cours des actions et l'on revenait au fixe.

---

6. Voir Michele Fratianni, « Government Debt, Reputation and Creditors' Protections: The Tale of San Giorgio », *Review of Finance*, n° 10, 2006, p. 487-506.

Or, le prix que Law avait choisi pour ses actions était au-delà de ce que les revenus potentiels de la Compagnie pouvaient justifier. En conséquence, la période de janvier à mai 1720 vit une conversion massive d'actions et de souscriptions en billets, et les billets ainsi accrus commencèrent à se déprécier. Comme de coutume, les prémices apparurent sur le marché des changes, mais les signes avant-coureurs d'inflation se multipliaient au printemps 1720.

Law avait prévu de convertir la dette en actions, mais le voici qui monétisait les actions, donc la dette ; et la dette monétisée débouchait sur l'inflation, alors qu'il avait maintes fois promis que la monnaie-papier serait plus stable que la monnaie métallique.

C. La chute

En mai 1720, le constat était clair : la masse monétaire devait être réduite. Or, elle consistait en deux éléments : la quantité d'objets monétaires (les billets) et leur valeur faciale. Il y avait donc deux moyens de réduire cette masse : réduire la masse d'objets ou bien réduire leur valeur faciale. Law employa ce second moyen le 21 mai 1720, en annonçant une réduction de moitié du prix des actions et de la valeur faciale des billets. La confiance s'évapora aussitôt, le scandale éclata[7].

De juin à novembre 1720, Law (après un bref passage à la Bastille) tenta de sauver le système, cette fois en réduisant la quantité d'objets plutôt que leur valeur faciale. Il le fit en essayant de convertir les billets en d'autres effets non monétaires. Dès juin 1720, la conversion de la dette fut arrêtée et on fit marche arrière, en émettant de nouvelles rentes (en juin et août 1720). La Compagnie tenta aussi d'émettre de nouveaux titres pour absorber les billets : en juin et juillet 1720, elle créa des « actions rentières » (des obligations), des comptes en banque (sur le modèle de la Banque d'Amsterdam) et de nouvelles actions. Ces tentatives ne recueillant qu'un succès limité, on employa des moyens plus contraignants : de septembre à novembre 1720, les billets furent progressivement démonétisés et rendus convertibles sous délai strict en actions rentières de la Compagnie.

7. On dit parfois que la Banque suspendit la convertibilité de ses billets, à cette date ou en juillet ; légalement, la détention d'or et d'argent était devenue illégale au-delà d'une certaine somme et il n'y avait pas lieu de maintenir la convertibilité, sauf à fournir de la menue monnaie pour les échanges.

Aucune de ces mesures ne put rétablir la confiance et arrêter la dépréciation des billets ; leur démonétisation créa la confusion dans les paiements, en particulier ceux des impôts, qui formaient l'essentiel du revenu de la Compagnie. En décembre 1720, elle était incapable de remplir ses engagements envers le roi, le Trésor était à court de liquidités, et Law à court d'idées. Law quitta Paris le 14 décembre et la France le 21.

L'historiographie du système s'arrête souvent ici. Le plus difficile restait à faire : sauver la France de la banqueroute. Le nouveau contrôleur général, Le Peletier de La Houssaye, ne savait pas comment le faire, mais savait à qui demander. Il appela auprès de lui les frères Pâris, financiers de longue expérience fâchés avec Law[8].

IV. LE VISA DE 1721

A. La situation en janvier 1721

La dette d'avant 1715 avait disparu pour l'essentiel (sauf les offices non remboursés ou rétablis, ainsi que l'ancienne dette viagère). À la place, on trouvait une masse hétéroclite de titres, montant à 2 200 millions de livres, environ dix fois les revenus de l'État.

Cette masse était hétéroclite à plusieurs titres :

– d'abord, le créancier : l'opération de Law avait eu pour but de transformer la dette publique en créance sur la Compagnie, mais l'opération fut interrompue en juin 1720 et partiellement inversée. Il y avait donc deux, voire trois créanciers : le roi (pour environ 1 200 millions de livres), la Compagnie et la Banque. Or, ces deux dernières entreprises étaient devenues insolvables ;

– sur un autre plan, il est clair que les effets différaient, tant par leur nature juridique que financière. Les créances sur le roi étaient en grande partie des contrats de rente, soit perpétuelle (certains à 2,5 %, d'autres à 4 %), soit viagère (à 4 %). Mais on comptait aussi une grande quantité de récépissés au porteur. Les contrats de rente étaient plus difficiles à transmettre et, en principe, plus sûrs. La Compagnie, elle, avait émis des rentes viagères, mais aussi des « actions rentières » (c'est-à-dire de simples obligations) au porteur à 2 %, et des actions, aussi au porteur ;

8. L'histoire du visa qui suit est fondée sur l'analyse que nous avons publiée en introduction à François-Michel-Chrétien Deschamps, *Lettres sur le visa des dettes de l'État ordonné en 1721,* Paris, Classiques Garnier, 2015.

– également, la Banque était responsable des comptes en banque nominatifs et des billets de banque au porteur, démonétisés, donc théoriquement sans valeur légale. Certains de ces effets, très liquides, sont passés par de nombreuses mains et ont pu être l'objet de spéculation plus que d'autres. Les valeurs marchandes en janvier 1721 différaient considérablement ;

– enfin, tous ces effets, libellés en livres (sauf les actions) ont été émis à diverses dates, alors que la valeur réelle de la monnaie variait.

La situation n'était pas sans précédent. La monarchie avait plusieurs fois fait défaut (en 1559, 1665, et plus récemment en 1713), en réduisant les intérêts sur les rentes, c'est-à-dire la dette à long terme. Mais il s'agissait alors de créances relativement homogènes, différant seulement par le taux d'intérêt et, dans une certaine mesure, la date d'émission. Il y avait aussi eu de nombreuses « cours de justice » (1601, 1625, 1661, 1700, 1716), mais qui avaient agi sur la dette flottante, et n'avaient concerné qu'un nombre limité d'individus (environ 4 500 en 1716), et que l'on peut surtout considérer comme des renégociations de dette avec les financiers (certes assorties de menaces judiciaires). Comme on le verra, renégocier était hors de question en 1721 ; mais fallait-il pour autant couper de façon indiscriminée ? Et d'abord, que faire de la Banque et de la Compagnie ?

Tableau 5

Effets présentés au visa (en livres, sauf les actions)

Effets	*Soumis au visa*			*Non soumis*	*Total*
	Paris	*Province*	*Autre*		
Rentes perpétuelles à 2,5 %	899,4	119,7	0,9		1 020,1
Rentes viagères	83,3	7,5	0,7		91,5
Rentes provinciales à 2 %	15,5	15,1	64 000		30,7
Récépissés des mêmes	16,4	66,6	0		83,1
Autres	9,7	2,1	0		11,8
Dette du roi	1 024,5	211,1	1,6		1 237,3
Billets de banque	207,5	428,5	20,7	28,3	685,2
Comptes en banque	72,8	74,7	979 878	38,8	187,3
Actions rentières	63,7	22,9	327 000		87,0
Rentes viagères	87,7	3,0	2,0		92,7
Dette de la Compagnie	431,9	529,2	24,1		1 052,4
Total	1 456,4	740,3	25,7		2 289,7
Actions (nombre)	111 788	7 982	5 254		5

Source : F. R. Velde, *Introduction aux Lettres sur le Visa de François-Michel Chrétien-Deschamps*, Paris, Garnier Classiques, 2015.

B. Les trois étapes du visa

Lors d'un houleux conseil en janvier 1721, les décisions essentielles furent prises. D'abord, on sauverait la Compagnie, dont l'entreprise commerciale et coloniale semblait trop importante pour le Royaume. Mais pour la sauver, il fallait la rendre solvable, donc réduire ses dettes. Pour la mettre à l'abri des poursuites judiciaires, les réductions ne pouvaient être que du fait du roi. On obligea donc la Compagnie à rendre compte de la Banque qu'elle ne pouvait renier. Mais des effets aussi hétéroclites ne pouvaient être acceptés tels quels, à leur simple valeur faciale. On décida ainsi de soumettre les effets à inspection avant de décider à quelle hauteur ils seraient reconvertis en dette du roi. Cette inspection porta le nom de « visa », et cette immense opération de restructuration dura plus de 2 ans.

Pour le public, le visa se déroula en trois étapes :

– tous les effets issus du système furent d'abord soumis par leurs détenteurs (voir tableau 5) ;

– puis les montants nominaux des dettes furent réduits à des montants variables, en fonction de l'information recueillie sur chaque effet ;

– enfin, un nouveau titre fut émis en échange.

En guise d'épilogue, une série d'opérations comptables permit la liquidation officielle de la Banque et la remise à flot de la Compagnie, en effaçant la dette qu'elle avait envers le roi pour les effets qu'il avait assumés.

La procédure se déroula hors des tribunaux communs, puisqu'elle découlait d'arrêts en Conseil du roi. Elle fut toutefois menée par des magistrats nommés par le Conseil, et fut conçue en tenant compte de diverses contraintes légales et politiques : les comptes de la Banque devaient ainsi être clos pour être présentés à la Chambre des comptes, et la Compagnie devait sortir de tout cela protégée de toute contestation. En outre, on souhaitait éviter que cette restructuration entraîne des litiges entre particuliers : les effets détenus en dépôt ou en consignation devaient être traités différemment de ceux possédés en propre.

Soumission des effets

La première étape, qui dura de mars à juillet 1721, fut la soumission des effets. Toute personne physique ou morale devait soumettre les effets eux-mêmes, par l'intermédiaire d'un notaire, accompagnés de deux documents :

– un bordereau des effets ;

– une déclaration d'origine des effets, expliquant comment le déclarant était entré en possession des effets.

Les documents contenaient toute l'information qui devait servir à la réduction des effets. Il est important de noter que, contrairement au cas des procédures des cours de justice, ni le statut du déclarant ni sa fortune personnelle (autre que les effets soumis) n'entraient en compte.

L'information fut ensuite compilée ou enregistrée selon la nature des effets, l'origine et l'identité du déclarant, à des fins d'identification. Le nombre de soumissions s'éleva à environ 500 000, soit un ménage sur cinq, dont un quart pour Paris et le reste en province. La moitié des soumissions représentaient moins de 500 livres.

L'information sur les origines des effets, qui allait servir de base aux réductions, avait été fournie sans preuve et devait être vérifiée. Ce ne fut qu'en septembre 1721 que le gouvernement se résolut à prendre une mesure qui avait provoqué de vives oppositions au Conseil : tous les notaires de France furent obligés de transmettre des extraits de toutes les transactions financières entre juillet 1719 et décembre 1720. Ils en envoyèrent 1 400 000, et ces extraits furent comparés aux déclarations d'origine (pour les transactions dépassant 10 000 livres).

Réduction des effets

Les données agrégées donnaient au gouvernement une idée exacte des montants en jeu. Le 23 novembre 1721, le Conseil du roi prit trois décisions :

– premièrement, il choisit le montant de la dette qu'il estimait soutenable ; plus exactement, le montant d'intérêts annuels (le surplus primaire) fut fixé à 40 millions de livres ;

– deuxièmement, les actions de la compagnie resteraient des actions, tandis que tous les autres effets indistinctement (créances sur le roi ou la compagnie) deviendraient dette du roi ;

– enfin, on fixa un tableau qui assignait le montant de la réduction à opérer sur la valeur nominale de chaque effet, en fonction de la nature et de l'origine. Cette méthode permettait une certaine transparence et une grande rapidité d'exécution.

Le principe derrière le tableau était que toutes les sommes ne fussent pas traitées également. Idéalement, on serait remonté dans le temps pour éliminer les effets redistributifs de l'inflation et du défaut, mais c'était impossible. Néanmoins, l'État reconnaissait ses torts, implicitement du moins, et cherchait à les réparer, sans pour autant traiter identiquement les créanciers. On avait en tête deux cas extrêmes :

– d'une part, le créancier innocent, victime du système, tel le rentier forcé d'accepter un remboursement en billets ;

– d'autre part, le vil spéculateur (on parlerait aujourd'hui de « vautour ») qui avait acheté des effets à bas prix au dernier moment.

Les caractéristiques de l'effet et les circonstances de son acquisition permettaient d'assigner une probabilité que le créancier fût du premier ou du second type, et l'effet était réduit en conséquence. Par ailleurs, les petites sommes furent traitées plus favorablement que les grandes.

Les natures d'effets allaient des rentes du roi (contrats écrits, peu liquides) jusqu'aux billets (effets au porteur, largement diffusés, liquides), tandis que les origines comprenaient les remboursements par le roi, remboursements par les particuliers, ventes d'immeubles, ventes de meubles (subdivisés en paiements de salaires, intérêt, pensions, transactions commerciales, et ainsi de suite). Même les effets sans origine avouée (ou avouable) recevaient 5 % de leur valeur nominale.

Sur la base de ce tableau, et du travail préalable de classification des soumissions, on put procéder à la réduction des effets, en commençant par les petites parties, puis les grosses, et enfin les parties « sensibles » (hauts personnages, étrangers). Les commissaires du conseil appliquaient mécaniquement les règles, renvoyant les cas douteux à quatre comités, qui eux-mêmes renvoyaient les plus difficiles à une commission générale, laquelle édictait de nouvelles règles au besoin. Les parties les plus sensibles et les réclamations étaient revues par le contrôleur général. L'essentiel du travail fut fait entre septembre 1721 et août 1722, et tous les papiers qui avaient servi au travail (en particulier les extraits notariaux) furent brûlés en public en octobre 1722.

Émission d'un nouveau titre et compensation finale

Jusqu'ici, le travail avait été de nature quasi judiciaire, un processus d'adjudication. Il fallait désormais une structure financière. En janvier 1722, le Conseil nomma un comptable qui allait :

– émettre un nouveau titre au public (ce qui constituerait son passif) ;

– recevoir les anciens effets en échange (son actif) ;

– opérer, enfin, une compensation avec le roi et la compagnie pour solder le bilan de ce que l'on nommerait aujourd'hui un « véhicule de titrisation ». Pratiquement, le titre émis fut un certificat de liquidation au porteur, recevable en acquisition de rentes perpétuelles à 2 % ou viagères à 4 % au choix.

La compensation finale fut trilatérale. Puisque la conversion de 1719 avait été inversée, une partie du passif de la Compagnie avait été remise au roi en échange de nouvelles rentes. Le passif total de la Compagnie (envers le public et le roi) montait à 2 100 millions de livres, et son actif consistait en 1 100 million de livres

de créances sur le roi (les titres de dette publique convertie entre septembre 1719 et juin 1720). Le roi céda les profits du visa (550 millions de livres) à la Compagnie et lui accorda en outre une « indemnité » de 514 millions de livres. La Compagnie put alors utiliser ces avoirs pour retirer ses effets détenus par le comptable du visa, qui utilisa ces avoirs pour retirer ses certificats au Trésor où ils avaient été reçus.

La libération de la Compagnie, qui avait été mise sous tutelle en 1721, fut confirmée par un édit de juin 1725. Le véhicule put ainsi être liquidé et les comptes furent rendus en 1728, encore que certains ajustements mineurs continuèrent jusqu'en 1734.

C. Le sort de la dette publique

S'agit-il d'un défaut, et si oui de quelle ampleur ?

Évaluation par le droit

Imaginons une agence de notation en 1723 devant décider si la France est en situation de défaut. Que conclurait-elle ?

En prenant la situation légale au sens strict, elle pourrait dire qu'il n'y a pas défaut. En effet, la Compagnie n'était pas l'État, et la plupart de ses obligations (les billets et les comptes en banque) n'avaient plus de valeur légale. Seules ses actions rentières avaient été expressément garanties par le roi. On pourrait même pousser le paradoxe et dire que le roi fit dans l'opération du visa preuve d'une magnanimité sans pareille.

Évidemment, un rentier de 1719 ne l'entendrait pas de cette oreille, mais il lui faudrait admettre que le manquement aux engagements avait commencé pendant le système, donc avant le visa ; si le moment exact est difficile à déterminer, il est toutefois possible de le cerner. Le remboursement de la dette publique décidé en septembre 1719 était légal, car toute rente perpétuelle était convertible au choix du débiteur, mais en espèces. La conversion de la dette en actions de la Compagnie était volontaire et se déroula sur cette base jusqu'à la fin 1719, mais elle devint plus ou moins forcée à partir de février 1720. En même temps, les billets de la banque eurent cours forcé et l'or et l'argent furent démonétisés. Ultime violence au droit de propriété, lorsque la conversion fut arrêtée en juin 1720, les nouvelles rentes furent émises à 2,5 % au lieu des 4 % que portaient les anciennes. Et il serait difficile de prétendre que ces 2,5 % représentaient le taux du marché libre pour la dette publique française à cette date.

Le défaut réel eut lieu à partir de février 1720, et se fit non pas par un refus de payer les intérêts échus ou le capital dû, mais par un échange forcé en avoirs

de moindre valeur. On l'a vu, ces avoirs étaient multiples et de valeurs diverses et changeantes. Peut-on mesurer l'ampleur de ce défaut ?

Évaluation par le marché

On le peut, en comparant la valeur marchande de la dette à deux dates, avant et après ; on mesure ainsi la perte réelle subie par le créancier. Cette méthode fut employée par les contemporains (Dutot et Chrétien-Deschamps) dans le cours de leur polémique sur le visa. Pour cet exercice, le choix de la date initiale est crucial. Si on choisit l'apogée du système en mai 1720, on trouve que les actions valaient 2 700 millions de livres et les billets 2 116 millions de livres, en livres de l'époque ; même si l'on procède à un ajustement en fonction des variations de la livre, on trouve une réduction par un facteur de 8.

Tableau 6

Valeur marchande des effets avant et après le visa

	Montant nominal (m L)	*Prix**		
		7 janv. 1721	*avr.-juin 1722*	*1723*
(1) Dette de la Compagnie				
Billets	685	0,095		
Comptes en banque	187	0,075		
Rentes	87	0,045		
Rentes viagères	92	0,081		
Total	1 052			
Certificats de liquidation	525		0,250	0,197
Valeur marchande (m L)		90,2	131,3	103,3
(2) Actions de la Compagnie				
Nombre avant	125 025	312		
Nombre après	55 735		850	1 280
Valeur marchande (m L)		39,0	47,4	71,3
(3) Dette du roi				
Rentes	1,237	0,095		
Après réduction	1,087		0,250	0,197
Valeur marchande (m L)		116,9	272,0	213,9
Valeur marchande totale (m L)		246,1	450,7	388,5

** Les prix des effets sont en fraction de la valeur nominale, ceux des actions en livres.*

Source : F. R. Velde, *Introduction aux Lettres sur le Visa*, *op. cit.*

Le tableau 6 montre bien que, si le visa fut un défaut, il fut inepte. Au final, le poids de la dette publique n'était guère réduit, d'autant que la politique monétaire concomitante consista à revaloriser la livre, donc alourdir le poids réel de la dette ; choix délibéré, qui comme les méthodes du visa, cherchait à réparer les mauvais traitements des créanciers pendant le système. Le duc de Bourbon, Premier ministre et soutien des frères Pâris, fut congédié en juin 1726 ; dans les mois qui suivirent, son successeur, le cardinal de Fleury, procéda à une dévaluation monétaire de 20 % et à un défaut partiel sur la dette.

Quel fut l'impact sur la cote de la dette publique française ? En l'absence d'agence de notation, on peut comparer les cours du marché :

– en 1718, les rentes viagères à 4 % valaient 35 à 40 % ;

– en 1722, les certificats de liquidation, qui pouvaient acheter du perpétuel à 2 % ou du viager à 4 %, étaient entre 20 et 25 %, soit un taux d'intérêt de 10 % à 20 %.

Le cours du perpétuel ne se remit que lentement : les rentes à 2,5 % montèrent à 30 % en 1729 (soit un taux d'intérêt de 8,3 %) et 50 % en 1740 (taux d'intérêt de 5 %).

Conclusion

La situation de la France en 1715 était difficile, sans être désespérée, et fut gérée par les moyens habituels : défauts partiels, augmentations d'impôts indirects, chambre de justice, taxe monétaire. Le système de Law n'était pas une réponse à la conjoncture, mais une tentative de réformer de façon radicale le système économique et financier de la monarchie française :

– une banque d'émission qui servirait le secteur privé en fournissant crédit et services bancaires, et le secteur public en offrant un système de paiement moderne et des facilités d'emprunts ;

– une compagnie de commerce puissante pour rivaliser avec les Anglais et les Hollandais et relancer l'entreprise coloniale ;

– une dette publique consolidée, moins lourde, et protégée des risques de défaut ;

– un système monétaire en avance sur son temps, garantissant la stabilité des prix.

Les promesses de Law étaient assez alléchantes pour engager nos rivaux britanniques à nous imiter. Mais Law mena son affaire trop vite et sans cohérence ; il employa ainsi la Banque pour soutenir la Compagnie dans une opération de conversion de la dette publique à un taux irréaliste, provoquant inflation, perte

de confiance et crise. Le visa rétablit la dette publique, entérinant le défaut effectif provoqué par le système et son inflation, mais en en limitant les effets de redistribution et d'injustice.

La période de 1715 à 1726 fut une charnière pour la dette publique : celle du XVIII^e^ siècle ne ressembla pas à celle du XVII^e^ siècle. Les méthodes changèrent : les ventes d'office, les traités passés avec des financiers, les mutations monétaires disparurent du catalogue des expédients du contrôleur général. Inversement, la monarchie française sut émettre des instruments plus liquides : les rentes perpétuelles se firent plus rares (mais les rentes viagères furent utilisées massivement après 1770), en partie remplacées par des emprunts à terme au porteur. Surtout, un des legs de la période en question fut l'émergence d'un marché de capitaux, rudimentaire certes mais réel, et reconnu en septembre 1724[9].

Ce fut aussi un tournant manqué. Pendant que la Grande-Bretagne construisait son modèle, la France manquait sa réforme. Le « modèle français » avorta : la réforme de Law échoua, et même les réformes plus limitées de la Régence et des frères Pâris en matière d'impôts directs et de comptabilité n'aboutirent pas[10]. L'échec de Law éteindra durablement « l'esprit de système » et marquera les esprits : de ses promesses, seule la stabilité monétaire fut obtenue, mais les défauts continuèrent (en 1770), la dette à court terme fut toujours mal gérée (les suspensions de 1759 et 1788) et la monarchie française gagna la capacité de s'endetter plus efficacement sans celle d'augmenter les impôts de façon permanente pour faire face à ses engagements.

---

9. Voir Tim J. A. Le Goff, « Pouvoir, courtiers et agents de change à la Bourse de Paris sous l'Ancien Régime », *in* Vincent Demont, Matthieu Scherman et Anne Wegener Sleeswijk (dir.), *Le Pouvoir des Courtiers*, *Univers marchands et acteurs du courtage en Europe (XIV^e^-XVIII^e^ siècle)*, Paris, Presses de l'École normale supérieure, 2018, p. 153-175 et 228-231.

10. Voir Mireille Touzery, *L'invention de l'impôt sur le revenu. La taille tarifée, 1715-1789*, Paris, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 1994, consultable en ligne, https://books.openedition.org/igpde/2061 ; Yannick Lemarchand, « Introducing double-entry bookkeeping in public finance: A French experiment at the beginning of the eighteenth century », *Accounting, Business and Financial History*, vol. 9, n° 2, 1999, p. 225-254.

LA GESTION HÉTÉRODOXE DE LA DETTE SOUVERAINE ESPAGNOLE AUX XIX^{e} ET XX^{e} SIÈCLES : UN EXEMPLE À NE PAS SUIVRE

Francisco COMÍN

Introduction

En 2009, lorsque les économies des pays industrialisés furent ébranlées par les crises de la dette souveraine, les économistes se plongèrent à nouveau dans l'histoire de la dette, en particulier celle de l'Espagne dont le long passé de *serial defaulter* attira leur attention. Depuis le XVI^{e} siècle, les gouvernements espagnols utilisèrent systématiquement des moyens hétérodoxes pour résoudre leurs problèmes d'endettement. Dans les pages qui suivent, nous exposerons les méthodes qu'ils employèrent pour sortir des crises de la dette. Tout d'abord, ils la rejetèrent, puis eurent recours à la conversion et finalement à l'inflation ; ces méthodes correspondent aux trois premières étapes, celles de la gestion irresponsable de la dette dans l'Espagne de cette époque. La quatrième étape, qui commence en 1989, est définie par l'acquisition par les Finances espagnoles de l'expérience d'une gestion responsable de la dette. Nous consacrerons une partie de notre étude à chacune de ces étapes[1].

Nous montrerons que l'État espagnol était en faillite technique entre 1808 et 1850. Ses réponses à la crise furent le défaut de paiement généralisé, que ce soit à travers le rejet par le monarque absolutiste de la dette émise auparavant, ou l'absence de paiement des intérêts de cette dette par les gouvernements absolutistes et libéraux. Pendant la période 1851-1900, les ministres des finances libéraux convertirent la dette pour sortir des crises : les anciens titres furent échangés contre de nouveaux, dont le montant du principal, les dates d'échéance, les taux d'intérêt ou le régime fiscal avaient été modifiés. Pendant la période 1895-1989, les gouvernements espagnols eurent recours à la monétisation du déficit budgétaire et à l'inflation pour éviter les crises de la dette. Nous expliquerons enfin le processus d'adoption d'une gestion responsable de la dette à partir de 1989, qui cependant n'a pas suffi à empêcher la profonde crise qui débuta en 2010.

1. Nous remercions Javier Moreno pour son aide dans la rédaction de cette partie de l'étude.

I. LE REJET DE LA DETTE PAR UN ÉTAT EN FAILLITE (1808-1850)

Le volume déjà énorme de la dette héritée de l'Ancien Régime se trouva multiplié, entre 1808 et 1850, par les guerres dans la péninsule ibérique et par la mauvaise gestion qu'en firent les gouvernements successifs.

En premier lieu, les guerres menées contre la France et l'Angleterre, entre 1793 et 1808, furent financées par des émissions d'une sorte de papier-monnaie (vales reales) et des avances consenties par la Banque de San Carlos, créée pour répondre aux besoins de financement du gouvernement. Le coût financier de ces guerres fit passer la dette de 2,019 à 7,194 milliards de réales. Les émissions furent supérieures aux recettes fiscales et le gouvernement ne put ni en payer les intérêts, ni amortir les vales, qui perdirent de leur valeur. Pour les gérer, la Caja de Amortización (Caisse d'amortissement), dotée des revenus provenant du désamortissement des fondations religieuses décidé par Godoy, fut créée en 1798. Mais la Caja de Amortización n'amortit que les vales reales (soit seulement 340 millions de réales), parce que le monarque employa les ressources de cette institution à financer les dépenses de guerre, revenant sur son engagement de les réserver au paiement de la dette[2].

En second lieu, la mauvaise gestion des gouvernements absolutistes et libéraux contribua, entre 1808 et 1843, à augmenter le volume de la dette héritée du XVIIIe siècle. Deux conceptions distinctes de la gestion de la dette s'affrontèrent : revenant sur l'irresponsabilité des gouvernements absolutistes de Ferdinand VII, les libéraux choisirent de reconnaître les dettes dont ils avaient hérité. Pendant les restaurations de Ferdinand VII (1814 et 1823), le gouvernement absolutiste avait en effet rejeté les dettes externes émises par les Cortès du Triennat constitutionnel (1820-1823) ; en outre, le monarque avait cessé de payer les intérêts de la dette interne. Les gouvernements libéraux reconnurent les dettes dont ils avaient hérité, mais en pratique ne respectèrent pas les engagements qu'ils avaient pris envers leurs créanciers, faute de ressources suffisantes.

Les difficultés engendrées par les guerres et les événements politiques représentèrent un autre obstacle à une gestion ordonnée de la dette :

– d'une part, entre 1808 et 1840, l'Espagne, déjà envahie et ravagée, dut lutter au cours des guerres d'indépendance de ses colonies américaines, puis fut le théâtre d'une longue guerre civile sur son territoire métropolitain ;

---

2. Piero Tedde de Lorca, « Los vales reales y las finanzas de la monarquía española (1780-1808) », *in* Carlos Álvarez-Nogal et Francisco Comín (dir.), *Historia de la deuda pública en España (siglos XVI-XXI)*, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales et Red Arca Comunis, 2015, p. 137-158.

– d'autre part, les changements successifs de régime politique, ajoutés aux guerres, coïncidèrent avec plusieurs phases difficiles :

• deux périodes constitutionnelles (1808-1814 et 1820-1823) furent interrompues par les manœuvres contre-révolutionnaires de Ferdinand VII, qui rétablit le régime absolutiste de l'Ancien Régime,

• à la mort du monarque, en 1833, éclata la Première Guerre carliste, qui s'acheva en 1840,

• entre cette date et 1844, le Parti modéré accéda au pouvoir et procéda à la consolidation des institutions de l'État libéral.

Les ministres des Finances des Cortès de Cadix (1808-1814) assurèrent le financement de la guerre d'indépendance contre Napoléon par des réquisitions et grâce à des avances consenties par la population. Sans inclure le passif de Joseph I, le gouvernement patriote porta la dette à 11,313 milliards de réales en 1813. Le plan d'assainissement du crédit public de Canga Argüelles, qui prévoyait la création d'une Caja de Amortización ainsi que le désamortissement des biens de la nation, ne put être mis en place. Lorsqu'en 1814 Ferdinand VII rétablit le régime absolutiste, il rejeta la dette extérieure (à l'égard des Pays-Bas) et cessa de payer les intérêts de la dette intérieure. Les emprunts à l'étranger furent peu nombreux et ceux levés sur le marché intérieur très coûteux. Les nouvelles émissions et l'accumulation des intérêts impayés compensés par de nouveaux titres firent passer la dette souveraine à 14,021 milliards de réales en 1820. Le ministre absolutiste Martín de Garay élabora un plan d'assainissement de la dette similaire à celui de Canga Argüelles. Mais Ferdinand VII s'opposa au désamortissement visant à rembourser les titres de la dette publique, et la fraction du produit des impôts destinée au paiement des intérêts fut très limitée.

Pendant le Triennat constitutionnel (1820-1823), les gouvernements libéraux tentèrent d'honorer les engagements de la dette publique, sans y parvenir. De fait, ils se trouvèrent dans l'obligation de financer le déficit budgétaire provoqué par l'échec de leur réforme fiscale en procédant à des émissions de dette à l'étranger d'un montant nominal de 2,724 milliards de réales. En 1823, pendant la seconde restauration absolutiste, la dette atteignit un montant de 16,700 milliards de réales. Mais Ferdinand VII répudia à nouveau la dette extérieure et interrompit le paiement des intérêts de la dette intérieure. Entre 1824 et 1830, ne pouvant plus recourir au marché intérieur qui lui était dorénavant fermé, Ferdinand VII se tourna vers le marché étranger avec une émission de dette d'un montant nominal de 2,860 milliards de réales, qui ne soulagea que faiblement le Trésor du fait des remises importantes sur les emprunts et des commissions élevées des banquiers. En 1825, le ministre des Finances, López Ballesteros, réalisa une conversion et, 3 ans plus tard, il désavoua les

arriérés de trésorerie. Ferdinand VII ne paya même pas les intérêts de la dette consolidée, revenant sur les engagements qu'il avait pris en la matière, parce que la Caja de Amortización ne disposait pas de fonds suffisants. L'irrégularité de la gestion de López Ballesteros empêcha la cotation de la dette espagnole à la Bourse de Paris. Le ministre n'eut d'autre solution que de faire appel à la Banque de San Fernando, créée en 1829 pour remplacer la Banque de San Carlos. Ces rejets successifs réduisirent la dette reconnue par l'État à 5,924 milliards en 1830[3].

En 1833, après la mort de Ferdinand VII, le retour des libéraux au pouvoir déclencha la Première Guerre carliste. Bien qu'ils aient reconnu l'intégralité des dettes antérieures et qu'ils aient tenté d'honorer les intérêts de celles-ci, la faiblesse des rentrées fiscales compromit la viabilité de la dette. Aussi, en 1834, le comte de Toreno réalisa une conversion de la dette. Elle prévoyait en premier lieu la consolidation des intérêts échus en nouveaux titres. En second lieu, les deux tiers de la dette extérieure furent convertis en dette active et le restant échangé contre une dette passive, ne donnant pas lieu au paiement d'intérêts. Enfin, une remise de 50 % fut accordée à l'occasion du nouvel emprunt de 400 millions pour compenser le rendement élevé des bons espagnols (graphique 1)[4].

La conversion de Toreno fut un échec parce que les intérêts de la dette ne furent plus payés à partir de 1836, contribuant ainsi à faire baisser encore plus la cotation des titres espagnols. Les libéraux financèrent la guerre grâce à des avances consenties par des commerçants et des banquiers privés ou par la Banque de San Carlos, qui exigèrent des intérêts élevés, des avantages supplémentaires (approvisionnement de l'armée, exploitation de mines publiques) et l'affectation du produit des principaux impôts au paiement de leurs créances. De ce fait, les trésoreries remettaient le produit des impôts directement aux banquiers. Aussi, le ministre des Finances se retrouva sans ressources fiscales pour financer les dépenses courantes de l'État. Pour amortir la dette, le libéral Juan Álvarez Mendizábal eut recours en 1836 au désamortissement des biens ecclésiastiques. Les terres vendues pouvaient être payées avec les titres de dette publique à leur valeur nominale, ce qui contribua à favoriser les grands investisseurs qui se procuraient ces biens sur le marché à un prix très en dessous de leur valeur. Malgré cela, la vente des biens de l'Église entre 1834 et 1840 permit de réduire la dette publique

3. Josep Fontana, *Hacienda y Estado en la crisis final del Antiguo Régimen, 1823-1833*, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, 1973 ; Josep Fontana, *La Revolución Liberal (Política y Hacienda, 1833-1845)*, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, 1977.

4. Miguel Artola, *La Hacienda del siglo XIX. Progresistas y moderados*, Madrid, Alianza, p. 165-170 ; Rafael Vallejo, « Las vicisitudes de la deuda pública en un período turbulento: de Canga Argüelles a Mon, 1808-1850 », *in* C. Álvarez-Nogal et F. Comín, *Historia de la deuda pública en España …, op. cit.*, p. 159-186.

de 10,644 à 5,691 milliards de réales. Mais son volume continuait à être supérieur aux capacités fiscales de l'État.

Après la fin de la guerre carliste, en 1840, la rapide succession des gouvernements libéraux ne leur permit pas de réaliser de réforme fiscale et les déficits budgétaires continuèrent à être financés par la dette flottante. Seuls les problèmes les plus urgents furent résolus. Tout d'abord, le ministre Fernández Gamboa échangea en 1841 les coupons périmés et impayés de la dette consolidée contre de nouveaux titres consolidés à 3 %. Ensuite, et pour libérer les recettes fiscales qui servaient à payer la dette flottante, Alejandro Mon consolida en 1844 les avances de fonds en titres de dette à 3 %. Cette mesure permit de réduire le montant des intérêts payés par le Trésor, mais au prix d'un report des délais moyens d'échéance de la dette et d'un renchérissement de l'ordre de 15 % de son principal. Cependant, cette consolidation permit au ministre des Finances d'établir en 1845, sur le modèle français, le système fiscal libéral. Grâce à ce nouveau système, les recettes fiscales augmentèrent et le déficit budgétaire se réduisit[5]. Cependant, le déficit ne disparut pas, du fait de la tolérance à l'égard de l'importante fraude fiscale pratiquée par les grands propriétaires terriens et les industriels, qui amputait les recettes de l'État[6].

En résumé, entre 1808 et 1840, l'instabilité provoquée par les guerres et la situation politique eut des répercussions profondes et négatives sur le Trésor public. Au volume déjà énorme de la dette souveraine héritée du XVIII^e^ siècle vint s'ajouter la dette considérable émise pour financer les guerres de la période. La faillite du Trésor se reflète dans les comptes de la trésorerie générale, qui ne disposait pas des fonds suffisants pour payer les engagements pris en temps de paix : ni les coupons de la dette, ni les dépenses courantes de l'État en personnel ou en matériel ne pouvaient être financés. Les retards s'accumulèrent et les créances ne furent acquittées dans leur intégralité qu'en 1851. L'insolvabilité du Trésor public se traduisit par la chute de la cotation de la dette consolidée espagnole, qui offrait certes un rendement supérieur à 10 %, mais qui était très risquée (graphique 1). Les spéculateurs se portèrent acquéreurs de titres bon marché, faisant le pari que l'État libéral finirait bien par payer ses dettes intégralement ou moyennant un rabais acceptable.

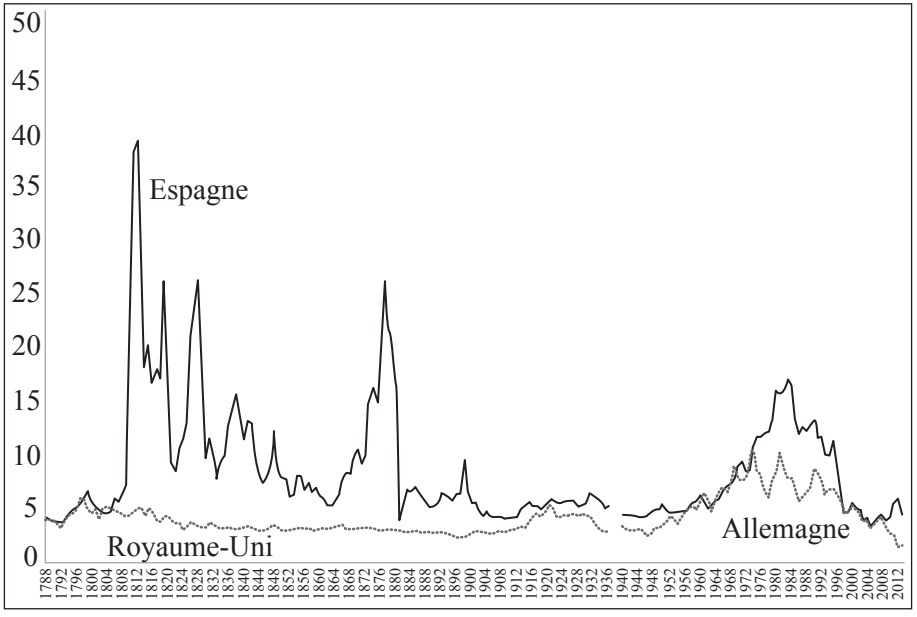
---

5. F. Comín et R. Vallejo, *Alejandro Mon y Menéndez (1801-1882). Pensamiento y Reforma de la Hacienda*, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, 2002, p. 229-265 ; F. Comín, « Public Finance and the Rise of the Liberal State in Spain, 1808-1914 », *in* José Luis Cardoso et Pedro Lains (dir.), *Paying for the Liberal State. The Rise of the Public Finance in Nineteenth-Century Europe*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010, p. 214-250.

6. F. Comín, « Contrebande et fraude fiscale dans l'Espagne du XIX^e^ siècle », *in* Gérard Béaur, Hubert Bonin et Claire Lemercier (dir.), *Fraude, contrefaçon et contrebande de l'Antiquité à nos jours*, Paris, Droz, 2006, p. 145-163.

Graphique 1

Rendement, rentabilité (*yield*) de la dette consolidée (taux annuel)

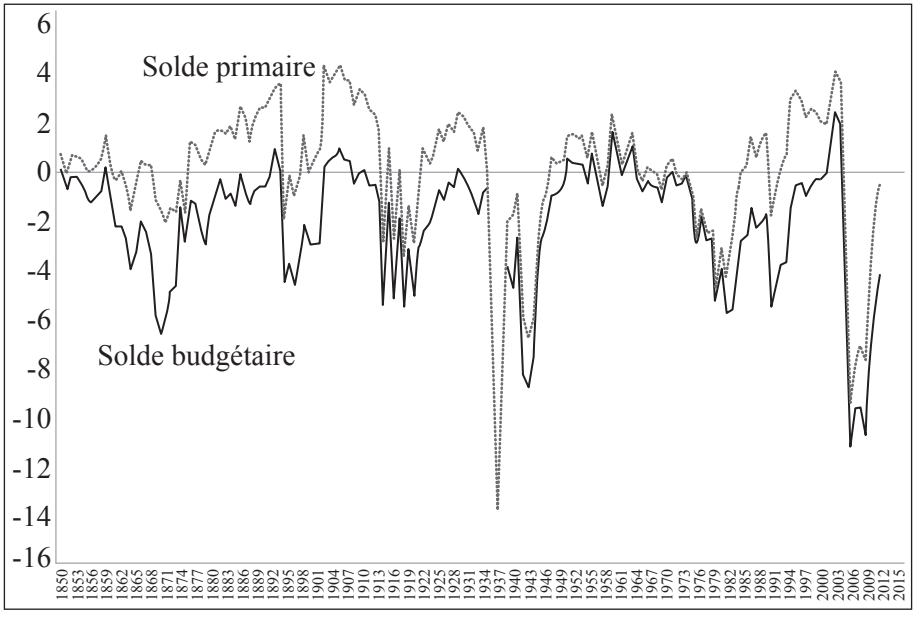


Source : Données financières historiques de Global Financial Data.

II. LES CONVERSIONS DE DETTE RÉALISÉES PAR L'ÉTAT LIBÉRAL (1851-1899)

Bravo Murillo, le nouveau ministre des Finances, assura la restructuration de la dette. Il se vit contraint de réaliser une opération de conversion, dont les termes furent négociés avec les créanciers espagnols et étrangers et qui sortit l'Espagne de la faillite permanente. Il reconnut l'intégralité des sommes dues par l'État en 1851, y compris les arriérés de paiement et les coupons restés impayés. Par la suite, il n'y eut plus aucun défaut, même si les intérêts de la dette ne furent plus payés entre 1872 et 1876. Après la réforme fiscale de Mon, le Trésor libéral fut en mesure de subvenir aux dépenses ordinaires de l'État, sauf dans les conjonctures critiques, comme le montre l'existence d'un excédent primaire (graphique 2). Bravo Murillo put ainsi négocier avec les créanciers sans dépendre des crédits qu'ils pourraient lui accorder pour continuer à assurer le fonctionnement de l'État.

Graphique 2
Solde primaire et solde budgétaire/PIB (en %)



Sources : Francisco Comín et Daniel Díaz, « Sector público administrativo y Estado del Bienestar », *in* Albert Carreras et Xavier Tafunell (dir.), *Estadísticas Históricas de España. Siglos XIX y XX*, vol. 2, Bilbao, Fundación BBVA, p. 873-964 ; Leandro Prados de la Escosura, *El progreso económico de España (1850-2000)*, Bilbao, Fundación BBVA, 2003 ; Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Dirección General del Tesoro, Intervención General de la Administración del Estado.

Avant de convertir la dette, Bravo Murillo fit adopter en 1850 la loi sur les comptes publics. Cette loi obligeait l'État à élaborer et publier annuellement les chiffres du budget, y compris les émissions de dette et le volume de la dette en circulation. Ces comptes mirent en évidence la situation désespérée du Trésor espagnol en 1850 : les ressources de l'État ne permettaient ni de payer les intérêts ni de rembourser à leur valeur nominale les dettes arrivées à échéance. En 1851, Bravo Murillo réalisa la conversion la plus importante du XIX^{e} siècle. Le ministre réduisit le nombre de catégories de dette à deux : dette de l'État (consolidée) et dette du Trésor (flottante). Concernant la dette consolidée, les anciens titres furent fusionnés moyennant un petit rabais sur le capital et transformés en dette perpétuelle à 3 % et en dette amortissable sans intérêt (la soi-disant dette différée), mais remboursable par mise aux enchères mensuelle. Les retards de paiement des dépenses de personnel et de matériel

furent refinancés par la dette flottante. Le rabais approuvé par Bravo Murillo sur le nominal des titres ne concernait que 5,3 % de la dette totale et la réduction du taux d'intérêt nominal ne porta que sur 33 % de l'encours de la dette.

Lorsque la dette n'est pas viable, l'État comme les créanciers ont intérêt à négocier une restructuration. En échange d'une petite réduction du principal et des intérêts, Bravo Murillo offrit la sécurité des paiements à certains détenteurs de titres qui, avant 1851, ne recevaient pas les coupons. Les seuls qui contestèrent cette offre furent certains spéculateurs qui s'étaient portés acquéreurs, à des prix dérisoires, de coupons impayés de la dette extérieure[7]. Ces détenteurs mécontents ne remettaient pas en cause la baisse des intérêts ou de la valeur nominale, mais trois autres mesures :

– la réduction de moitié de la valeur nominale des coupons arrivés à échéance qui avaient été consolidés ;

– la mise en place d'un nouveau report du remboursement ;

– les faibles ressources budgétaires affectées à leur amortissement.

L'arrangement proposé par Bravo Murillo profita aux créanciers, car il améliora notablement la cotation de la dette consolidée, dont le rendement descendit à 5 %, dans la décennie des années 1860 (graphique 1).

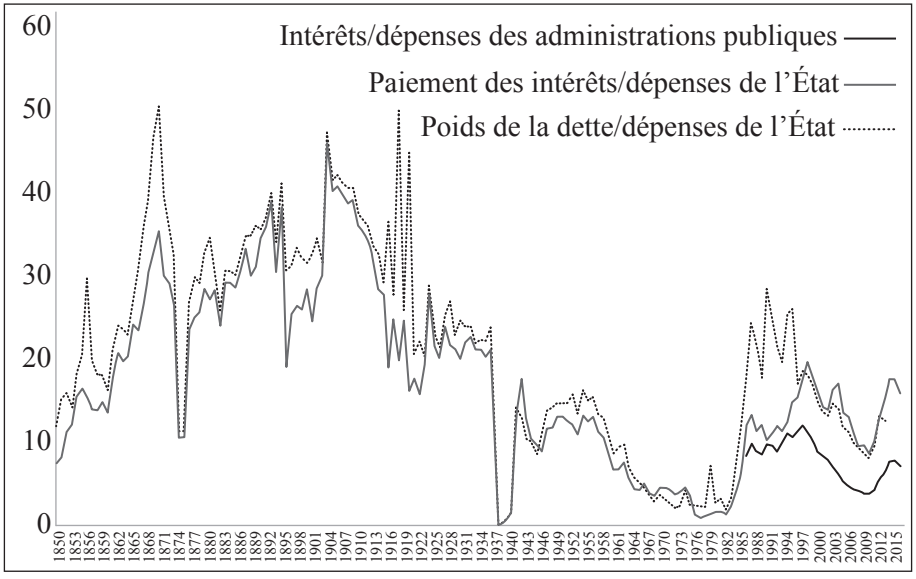
Pendant le *Bienio Progresista* (1854-1855), l'instabilité politique contribua à augmenter les déficits budgétaires. Pour les financer, les ministres des Finances eurent recours à des emprunts à l'étranger qui accrurent la dette extérieure. À partir de 1864, la crise économique et financière creusa de nouveau le déficit et fit baisser la cotation de la dette sur le marché boursier, en augmentant son rendement (graphique 1). En 1866, alors que la charge financière dépassait 30 % des dépenses budgétaires (graphique 3), une crise de la dette éclata. Pour faire face à l'urgence, García de Barzanallana réalisa en 1867 une autre conversion, celle des dettes reportées, des dettes amortissables et des coupons, dont le prix avait été revu à la baisse lors de la conversion de 1851, en dette consolidée à 3 %. Pour bénéficier d'un échange de titres, les investisseurs étrangers acceptèrent de faire des versements en monnaie métallique, ce qui représenta un apport de 370 millions de pesetas à un Trésor qui avait un besoin urgent de fonds. Cette conversion répondait également à une exigence des créanciers étrangers. Ils autorisèrent le ministre à pratiquer les rabais qu'ils avaient refusés à Bravo Murillo, notamment une réduction de 78 % de la valeur du principal, un report

7. F. Comín, « Perfil histórico de la Deuda pública en España », *Papeles de Economía Española*, 1988, n° 33, p. 86-119 ; Carmen García et Juan Pro, « Arreglar la deuda para consolidar el Estado », *in* C. Álvarez Nogal et F. Comín (dir.), *Historia de la deuda pública en España...*, *op. cit.*, p. 187-220.

de l'amortissement et la réduction de moitié de la valeur nominale des coupons impayés. Les investisseurs acceptèrent ces rabais en échange de titres de la dette consolidée qui rapportaient un intérêt périodique. De cette façon, ces financiers purent réaliser des plus-values, en vendant la dette consolidée aux titulaires de rentes qui cherchaient à encaisser le coupon[8].

Graphique 3

Intérêts et poids de la dette/dépenses de l'État et des administrations publiques



Sources : voir graphique 2.

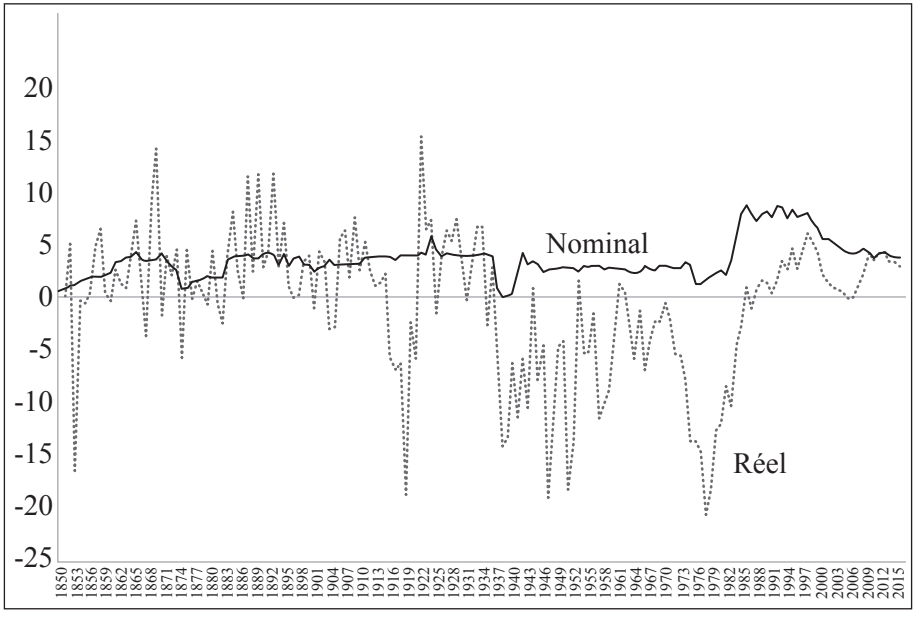
Cette nouvelle conversion ne permit pas de résoudre la crise de la dette, que la révolution des « Six Ans démocratiques » (1868-1874) contribua à aggraver. La diminution des recettes, due à l'échec de la réforme fiscale et à l'instabilité politique et sociale, et l'augmentation des dépenses causées par les 10 ans de guerre à Cuba creusèrent le déficit budgétaire. Pour financer le déficit, les progressistes empruntèrent sur les marchés extérieur et intérieur, en échange de privatisations et de concessions d'exploitation de mines (Almadén) aux prêteurs

8. Javier Moreno Lázaro, « Las deudas externa y colonial. Contratos y mercados (1808-1920) », *in* C. Álvarez-Nogal et F. Comín (dir.), *Historia de la deuda pública en España…, op. cit.*, p. 251-286.

ou d'octroi de monopoles, comme celui de l'émission de billets par la Banque d'Espagne. En dépit de ces rentrées extraordinaires, les gouvernements des « Six Ans démocratiques » durent suspendre le paiement des intérêts de la dette, ce qui se reflète dans la baisse des taux moyens payés par l'État (graphique 4). Le défaut de paiement des intérêts, à partir de 1872, provoqua une nouvelle crise de la dette souveraine. Pour éviter la faillite, le ministre Salaverria réalisa une autre conversion en 1876, à l'époque de la Restauration (1875-1923). L'accord avec les créanciers étrangers permit au ministre de compenser les intérêts échus et non payés par une émission de dette amortissable à 2 % et de reprendre le paiement partiel (au tiers) des intérêts en argent liquide et du solde contre la remise de titres. En conséquence, cette restructuration augmenta la dette en circulation et la charge financière (graphiques 5, 7 et 3).

Graphique 4

Taux d'intérêt implicite de la dette publique (en % annuel)

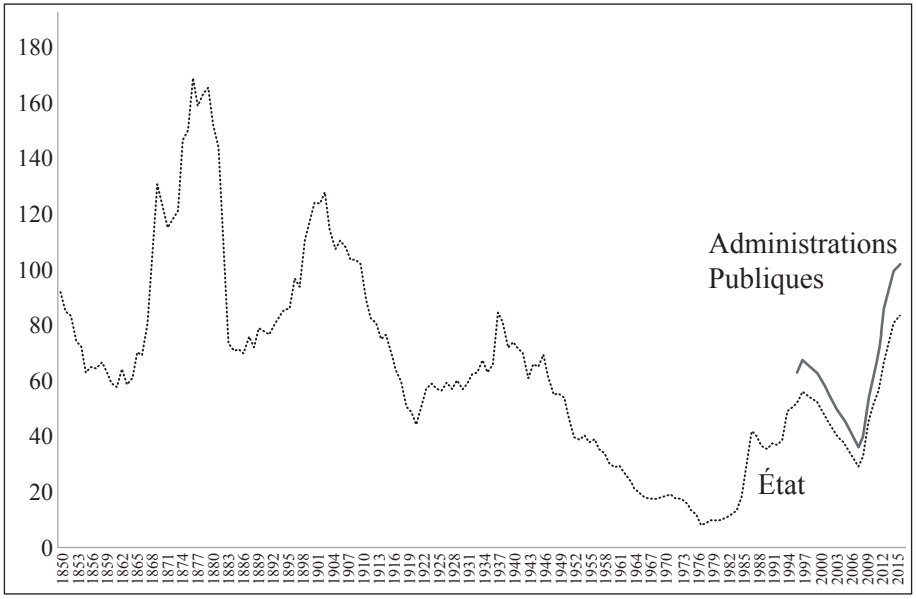


Sources : voir graphique 2.

Les mesures prises par Salaverría ne permirent pas de résoudre le problème de la dette, qui se traduisait par le poids excessif de la charge financière qui continuait à dépasser 30 % des dépenses du budget (graphique 3), et par

l'augmentation du ratio dette/PIB, qui passa de 58,5 % à 165,5 % entre 1863 et 1879 (graphique 5). Ce niveau de dette n'étant pas tenable au regard des ressources fiscales dont il disposait, le ministre Juan Francisco Camacho donna son accord pour une conversion en deux temps : la dette intérieure fut convertie en 1881 et la dette extérieure en 1882.

Graphique 5
Dette publique/PIB (en %)



Sources : voir graphique 2.

Pour procéder à l'échange des anciens titres (avec un intérêt de 2 ou 3 %), Camacho en émit de nouveaux à 4 %, amortissables en 40 ans (pour un principal de 1,800 milliard de pesetas). Avec un taux d'émission de 80 % du nominal, le ministre promettait donc un taux d'intérêt effectif de 5 %[9]. La diminution de la valeur nominale et le report des échéances furent compensés par l'augmentation du taux d'intérêt. Camacho conclut un accord avec les créanciers,

9. Soit le rendement de la dette italienne ; F. Comín, « La evolución de la Hacienda pública en Italia y España: dos historias casi paralelas », *in* Carlos Barciela, Joaquín Melgarejo et Antonio di Vittorio (dir.), *La evolución de la Hacienda Pública en Italia y España (siglos XVIII-XXI)*, Alicante, Publications de l'université d'Alicante, 2014, p. 11-74.

auxquels il garantit le recouvrement en argent liquide du montant total de leurs coupons ; il promit aux étrangers qu'ils seraient remboursés en or. Le résultat fut une baisse des charges financières et du ratio dette/PIB entre 1882 et 1884 (graphiques 3 et 5)[10].

Ces conversions n'étant pas accompagnées d'une réforme fiscale, les recettes n'augmentèrent que faiblement et le déficit budgétaire persista, provoquant une augmentation de l'endettement public. Les dépenses occasionnées par la guerre à Cuba déclenchèrent une autre crise de la dette en 1895. L'intervention des États-Unis provoqua la défaite de l'Espagne en 1898. Par le traité de Paris, la nouvelle puissance mondiale imposa à la vieille métropole la subrogation des dettes émises par la colonie. Le financement de cette guerre fit passer le ratio dette/PIB à 124,1 % en 1900, le ratio le plus élevé, 128 %, étant atteint en 1902 ; le service de la dette, qui représentait 31,9 % en 1900, atteignit 46,1 % en 1903. La dette n'étant pas viable, Raimundo Fernández Villaverde dut se résoudre à réaliser une conversion qui comportait trois mesures :

– la consolidation de la dette flottante en dette amortissable à échéance de 50 ans ;

– la conversion de l'ancienne dette amortissable en dette perpétuelle ;

– la réduction du taux d'intérêt net par la mise en place d'un impôt de 20 % sur les intérêts de la dette intérieure.

La suspension des amortissements, le report des dates d'échéance et le nouvel impôt furent compensés par le passage du taux d'intérêt nominal de 4 % à 5 % et par la promesse de respecter les engagements qui avaient été pris. Si ces mesures contribuèrent à augmenter les charges financières entre 1898 et 1903, elles permirent de les réduire par la suite (graphique 3). À partir de 1903, Fernández Villaverde réduisit également le ratio dette/PIB (graphique 5). Cette conversion se démarqua des précédentes par son orthodoxie économique : entre 1899 et 1908, Villaverde réussit à dégager un excédent budgétaire, qui permit d'amortir la dette flottante du portefeuille de la Banque d'Espagne[11]. Il tenta d'arriver à un équilibre budgétaire pour mettre fin à l'inflation et à la dépréciation de la peseta, dues à la monétisation du déficit pendant la guerre de Cuba ; son objectif final était l'adoption par l'Espagne de l'étalon-or. Le projet en ce sens présenté au Parlement en 1903 fut repoussé[12].

---

10. Miguel Martorell, « Las políticas sobre la deuda pública en España: 1868-1898 », *in* C. Álvarez-Nogal et F. Comín (dir.), *Historia de la deuda pública en España…, op. cit.*, p. 221-250.

11. F. Comín, « El arreglo de la Deuda: la pieza clave de la nivelación de Villaverde », *Hacienda Pública Española*, 1999, n° 1, p. 105-118.

12. D'autres facteurs expliquent l'augmentation des coûts financiers : l'État prit ainsi en charge les dettes coloniales de Cuba et des Philippines entre 1899 et 1902 ; les nouvelles émissions lors de la conversion de Villaverde furent accompagnées de primes élevées destinées à compenser le report de leur date d'échéance, ce qui contribua à augmenter la dette publique en circulation.

Depuis lors, les hommes politiques retombèrent dans l'hétérodoxie et abusèrent de la monétisation du déficit.

III. UNE GESTION PAR LE BIAIS DE L'INFLATION ET DE LA RÉPRESSION FINANCIÈRE

Au XX^e^ siècle, le Trésor n'eut pas recours à des conversions de dette, car il put diminuer ses engagements intérieurs par le biais de l'inflation, qui en réduisit la valeur réelle. Le système fiduciaire mis en place par l'Espagne et la disparition de la dette extérieure (graphique 6) rendirent possible l'usage de la taxe inflationniste. L'abandon de l'étalon-or et la mise en place d'un système monétaire fiduciaire ont permis de monétiser directement par la Banque d'Espagne le déficit budgétaire de l'État. Ce changement augmenta ainsi la base monétaire et généra un processus inflationniste qui réduisit la valeur réelle de la dette en circulation et le taux d'intérêt réel. L'endettement intérieur était composé des titres et des billets émis par la Banque d'Espagne. Ceux-ci constituaient le type de dette le moins onéreux car ils ne donnaient pas lieu au versement d'intérêts et ne devaient pas être amortis.

L'Espagne commença à établir un système de monnaie fiduciaire en 1874, lorsque le monopole de l'émission de la monnaie papier fut attribué à la Banque d'Espagne en contrepartie de l'octroi de prêts au Trésor. Dès lors, les ministres des Finances financèrent le déficit par l'émission de billets. Par ailleurs, en 1883, l'Espagne renonça à conserver un système de monnaie métallique à valeur intrinsèque, puisque la peseta cessa d'être convertible en or[13]. Cependant,

13. L'Espagne avait pour modèle monétaire le bimétallisme (approuvé par Laureano Figuerola en 1868), mais seules des pièces en argent circulaient. Celles-ci étaient de nature fiduciaire, leur valeur faciale étant supérieure à leur valeur intrinsèque depuis leur dépréciation en 1872. L'Espagne faisait partie des rares pays qui n'avaient pas démonétisé l'argent et qui n'étaient pas passés à l'étalon-or, ce qui entraîna l'adoption d'un système monétaire fiduciaire basé sur l'argent. La Banque d'Espagne devait conserver une réserve métallique, mais c'est le gouvernement qui fixait la quantité maximale de billets en circulation, par ailleurs légalement convertibles. Les réserves en or de la Banque d'Espagne chutèrent en raison du déficit commercial et du paiement de la dette extérieure en or à partir de 1882, après la conversion effectuée par Camacho. Par conséquent, le gouvernement prit en 1883 la décision d'annuler la convertibilité de la peseta en or. C'est ce que soutiennent les historiens de la monnaie : Gabriel Tortella, « El Banco de España entre 1829-1929: la formación de un banco central », *in El Banco de España. Una historia económica*, Madrid, Banco de España, 1970, p. 263-315. Aucun historien n'a trouvé de trace légale de cette décision : elle n'a été consignée dans aucune loi des Cortès ni aucun décret du gouvernement, et probablement pas non plus dans les procès-verbaux de la Banque d'Espagne : Yolanda Blasco-Marte, « La Palmer Rule y la convertibilidad de los billetes de Banco en España », *Documento de Trabajo de la AEHE*, n° 1614.

les ministres des Finances n'abusèrent pas de la monétisation du déficit et ils limitèrent l'émission de billets par la Banque d'Espagne. La situation changea lorsque le Trésor émit de la dette flottante, à laquelle la Banque d'Espagne souscrivit à l'aide d'une nouvelle émission de billets autorisée par l'État, pour financer la guerre de Cuba entre 1895 et 1898. Cette augmentation de la masse monétaire entraîna un processus inflationniste.

À partir de 1918, le gouvernement remplaça la monétisation directe du déficit par une monétisation indirecte, car elle suscitait moins de méfiance au sein des détenteurs de titres de dette, apportant ainsi satisfaction aux banquiers. Ces derniers commencèrent donc à participer aux activités de financement de l'État, qui avait besoin de plus de ressources pour financer l'intensification de sa guerre au Maroc. Les banques commerciales souscrivaient des titres de dette publique qui, après 1918, avaient l'avantage de pouvoir être automatiquement mis en gage par la Banque d'Espagne[14]. Grâce à ce gain de liquidité, les banques accordaient des crédits et augmentaient du même coup les dépôts, qui étaient de la monnaie scripturale. La hausse de l'offre monétaire, découlant également de l'augmentation des réserves internationales, du fait de l'excédent de la balance des opérations courantes, se traduisit par un processus inflationniste entre 1915 et 1919[15].

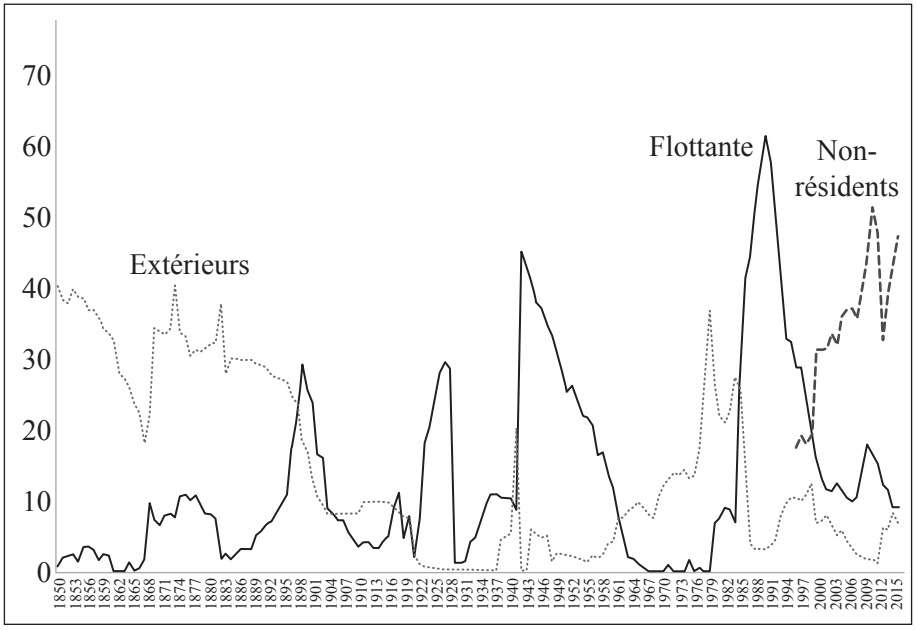
Au XXe siècle, les conversions n'étaient plus nécessaires en raison du recours à l'inflation. Les ministres des Finances ne procédèrent à des conversions que dans le but de réduire la charge financière. À cette fin, le Trésor pouvait compter sur l'assistance de la Banque d'Espagne, qui créait un excès d'offre monétaire et qui abaissait les taux d'escompte officiels pour faire chuter les taux d'intérêt sur le marché. Les ministres profitaient de cette situation pour proposer l'échange volontaire d'anciens titres par des nouveaux à un taux d'intérêt plus faible.

---

14. Il s'agit d'une autre décision secrète du gouvernement prise afin de financer le Trésor par des méthodes hétérodoxes, qui n'apparaît dans aucune loi ni aucun décret. On sait seulement qu'une assemblée extraordinaire de la Banque d'Espagne (en décembre 1917) facilita cette mise en gage en acceptant d'abaisser à 4 % à la fois le taux d'intérêt des prêts et crédits garantis par des titres de dette de l'État ou du Trésor, celui des obligations sécurisées (*cédulas*) de la Banque Hypothécaire et des actions de la Régie des Tabacs (Compañía Arrendataria de Tabacos), tandis que le taux des opérations garanties par des titres privés restait à 4,5 %. En 1918, il fut décidé que la mise en gage de la dette serait automatique ; en effet, la Banque d'Espagne n'était pas tenue jusqu'alors de l'accepter en garantie de ses prêts. Juan Pan-Montojo, « La deuda pública entre 1899 y 1936: de Villaverde a Ramos », *in* C. Álvarez-Nogal et F. Comín (dir.), *Historia de la deuda pública en España …, op. cit.*, p. 221-250, 287-304.

15. F. Comín, « Les relations entre la Banque d'Espagne et le Ministère des Finances », *in* Florence Bourillon, Philippe Boutry, André Encrevé et Béatrice Touchelay (dir.), *Des économies et des hommes. Mélanges offerts à Albert Broder*, Paris, Institut Jean-Baptiste Say, Éditions Brière, 2006, p. 31-44.

Graphique 6
Structure de la dette souveraine (en % du total)



Sources : voir graphique 2.

Au XX^e^ siècle, par ailleurs, les crises n'étaient plus liées à la dette extérieure, mais à l'excès de dette flottante, qui posait des problèmes de refinancement (graphique 6). Par conséquent, de nombreuses consolidations de ces titres furent effectuées : Alba (1917), La Cierva (1919), Calvo Sotelo (1927-1928) et Chapaprieta (1935). Ces deux derniers ministres procédèrent également à la conversion de la dette consolidée de manière à faire baisser le poids de la dette perpétuelle et les taux d'intérêt moyens[16].

La taxe inflationniste fut très élevée pendant la guerre civile (1936-1939), car la Banque d'Espagne finançait alors les déficits budgétaires des deux armées ennemies. Du côté de la Banque d'Espagne de la République, le compte du Trésor atteignit 22,74 milliards de pesetas et le montant des billets

16. J. Pan-Montojo, « La deuda pública… », art. cit.

émis 12,754 milliards. L'offre de monnaie républicaine gonfla encore davantage la masse monétaire à partir du moment où d'autres organismes que la Banque d'Espagne émirent des billets et des pièces, à savoir les gouvernements des communautés autonomes, les communes et les collectivités territoriales. De l'autre côté, dans le camp des militaires rebelles de Franco, le déficit afficha un record historique en 1938, lorsque le ratio solde budgétaire/PIB atteignit son plus bas niveau (graphique 2)[17]. Ce déficit fut financé par la Banque d'Espagne de Burgos, qui apporta à Franco 10,1 milliards de pesetas, sous la forme de titres du Trésor sans intérêts. En valeur nominale, les prêts consentis par la Banque d'Espagne au Trésor de la République représentèrent plus du double de ceux octroyés par la Banque de Burgos au Trésor de Franco[18]. Par conséquent, les chiffres officiels indiquent que, dans l'Espagne franquiste, l'inflation était modérée pour un temps de guerre, tandis qu'en Espagne républicaine la hausse des prix fut exponentielle, révélant l'existence d'une hyperinflation[19].

À l'issue de la guerre civile, en 1939, José Larraz effectua une conversion pour résoudre la crise de la dette. Ce ministre des Finances abaissa les taux d'intérêt de la dette du Trésor à 3 % et reporta son échéance à 3 ans ; en outre, il réduisit le taux d'intérêt de la dette amortissable pour le faire passer de 4,5 % à 4 % ; enfin, il suspendit l'amortissement de toutes les dettes jusqu'en 1946. La conversion fut bien accueillie en raison du bas niveau qu'avaient atteint les taux d'intérêt, du fait de l'énorme masse monétaire créée par la Banque d'Espagne, laquelle abaissa également les taux d'intérêt légaux sur l'argent et l'escompte bancaire[20]. Le succès de cette conversion s'explique également par le fait que tous les titres émis étaient exonérés d'impôts et pouvaient être mis en gage automatiquement auprès de la Banque d'Espagne ; ce sont eux qui furent à l'origine de la forte inflation d'après-guerre.

17. F. Comín et M. Martorell, *La Hacienda Pública en el franquismo. La guerra y la autarquía, 1936-1959*, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, 2013.

18. Pablo Martín Aceña, « El Banco de España durante la guerra civil », *in* Enrique Fuentes Quintana et F. Comín (dir.), *Economía y economistas españoles en la guerra civil*, Barcelone, Galaxia Gutenberg/Círculo de Lectores y Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, vol. 1, 2008, p. 691-731.

19. Les chiffres officiels sous-estiment l'inflation, car ils ne tiennent pas compte des opérations effectuées sur le marché noir. Jordi Maluquer de Motes, « Inflación y guerra: la evolución del nivel general de precios en las dos Españas (1936-1939) », *in* E. Fuentes Quintana et F. Comín, *op. cit.*, vol. 1, p. 1121-1140.

20. F. Comín, « La deuda pública: el bálsamo financiero del régimen de Franco (1939-1975) », *Revista de Historia Industrial*, n° 57, 2015, p. 173-211.

Pendant la période franquiste, des renouvellements de titres de dette flottante à leur échéance furent imposés. En revanche, aucun amortissement en espèces des titres arrivés à échéance n'eut lieu ; ils étaient simplement échangés contre de nouveaux titres.

Le ratio dette/PIB diminua sous Franco, car, entre 1939 et 1975, le dictateur eut fortement recours à l'inflation, ce qui fit chuter la valeur réelle de la dette intérieure. La taxe inflationniste entraîna un « effet liquidation » de la dette publique : sa valeur réelle diminua de 37,2 % de 1936 à 1976, cet effet s'étant fait particulièrement sentir dans les années 1940 et 1970 (graphique 7). Ses taux d'intérêt réels furent également abaissés, jusqu'à être négatifs (graphique 4). La diminution de la dette souveraine par le biais de l'inflation pendant la dictature fit fuir les investisseurs particuliers et détruisit le marché de la dette. Les banques se virent obligées de souscrire des titres de dette publique par une répression financière s'exerçant à travers trois instruments :

– l'interdiction de l'exportation de capitaux ;

– l'obligation pour les banques d'investir une certaine part de leurs capitaux dans des titres publics ou dans certaines obligations privées ayant reçu l'aval du ministère des Finances ;

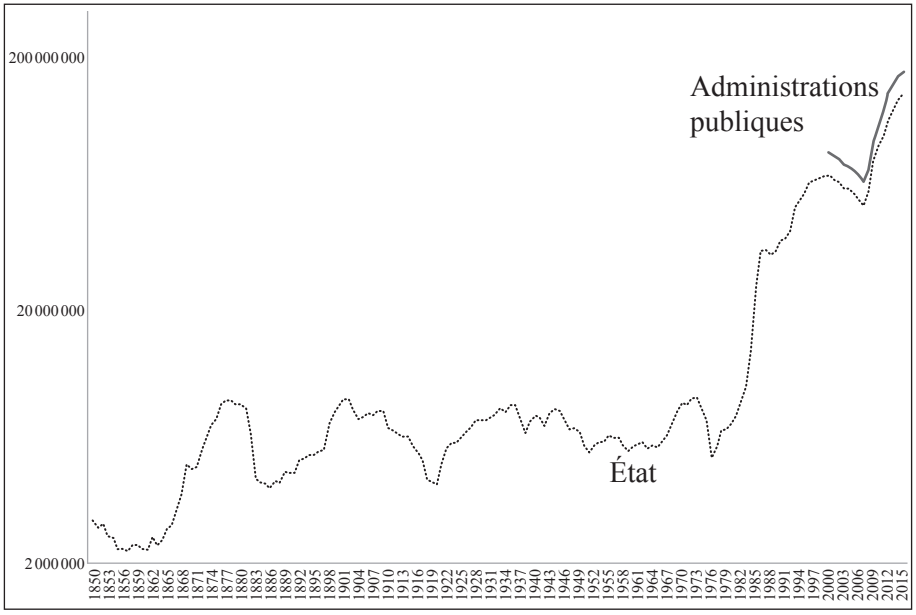
– la fixation des taux d'intérêt actifs et passifs du secteur bancaire par la réglementation bancaire[21].

L'ouverture de la dictature de Franco à l'international permit, dans les années 1960, aux entreprises publiques et privées de recevoir des crédits de la part d'organismes internationaux. Ces crédits étant garantis par l'État, ils étaient considérés comme de la dette publique et eurent donc pour effet d'augmenter la dette extérieure (graphique 6). La baisse du ratio dette/PIB dans les années 1950 et 1960 résulta en fait de la croissance de la valeur réelle du PIB et de l'inflation (graphique 5). En 1976, ce ratio était de 8,2 %, soit le plus bas niveau jamais atteint. Si le franquisme amena presque à zéro le compteur de la dette publique, ce fut au prix de la disparition des créanciers du marché de la dette et de la profonde crise institutionnelle qui en découla.

21. Belen Sbrancia, « Debt, Inflation, and the Liquidation Effect », *Preliminary Draft*, Department of Economics, University of Maryland College Park, 6 août 2011.

Graphique 7

Dette publique en valeur réelle (en millions de pesetas de 2008)



Sources : voir graphique 2.

IV. LE RETOUR PROGRESSIF À UNE GESTION RESPONSABLE DE LA DETTE PENDANT LA DÉMOCRATIE (1898-2007)

Après la libéralisation financière (1976), les gouvernements démocratiques tentèrent de financer l'État à des taux d'intérêt de marché, sans avoir recours à la répression financière ni à des avances de la Banque d'Espagne. La liberté économique et politique, l'inflation et les risques politique et terroriste augmentèrent le rendement des titres publics espagnols jusqu'à 16,9 % en 1983 (graphique 1). La principale raison de la profonde crise de la dette qui a marqué cette époque est toutefois institutionnelle : il n'existait ni marché de la dette ni demandeurs de titres de dette. Les gouvernements démocratiques se résolurent donc à avoir recours à la répression financière et à l'inflation, comme l'avait fait la dictature franquiste. Le rendement

de la dette diminua au cours de la seconde moitié des années 1980, après l'entrée de l'Espagne au sein de la Communauté économique européenne (CEE) et du système monétaire européen (SME) ; dans les années 1990, il continua de baisser du fait de l'arrivée de banques étrangères (1992), de la baisse des taux d'intérêt sur les marchés internationaux et, surtout, de la politique de convergence en vue de l'adoption de l'euro, qui obligea l'Espagne à mettre en œuvre une politique budgétaire et de gestion de la dette responsable. De 1998 à 2008, miraculeusement, l'Espagne n'eut pas à payer de prime de risque sur sa dette, les investisseurs internationaux considérant que l'obligation espagnole, à l'instar de l'obligation allemande, n'était pas risquée (graphique 1).

L'intégration de l'Espagne aux institutions européennes, de 1989 à 2015, rendit donc possible l'adoption d'une gestion responsable de la dette. En rejoignant le système monétaire européen (1989), l'Espagne ne pouvait plus se servir de la politique monétaire pour financer son déficit public. La décision de passer à l'euro contraignit le pays au respect des critères de convergence monétaire et à la responsabilité budgétaire, imposée depuis 1994. La signature du traité de Maastricht obligea l'Espagne à réduire son déficit public et le poids de sa dette par rapport à son PIB de manière à ce qu'ils ne dépassent pas, au moment de l'adoption de la monnaie unique, 3 % et 60 % respectivement. L'autonomie octroyée à la Banque d'Espagne prit fin avec l'emprise de la politique budgétaire sur la politique monétaire, phénomène qui avait débuté avec la création de la banque de San Carlos en 1782 et qui s'était manifesté par la part importante de la dette publique dans l'actif de la Banque d'Espagne, en particulier lors des crises de la dette (graphique 8). L'adoption d'une gestion responsable de la dette se traduisit ainsi par la chute de cette part, qui passa de 85 % en 1987 à 10,2 % en 2000. Ce changement des modalités de financement de l'État ne fut possible que grâce à la création d'un marché moderne de la dette souveraine par la direction générale du Trésor, entre 1989 et 1998. L'Espagne effectua, avec beaucoup de retard, sa révolution financière et put dès lors se financer sur le marché. En conséquence, la structure de la dette changea :

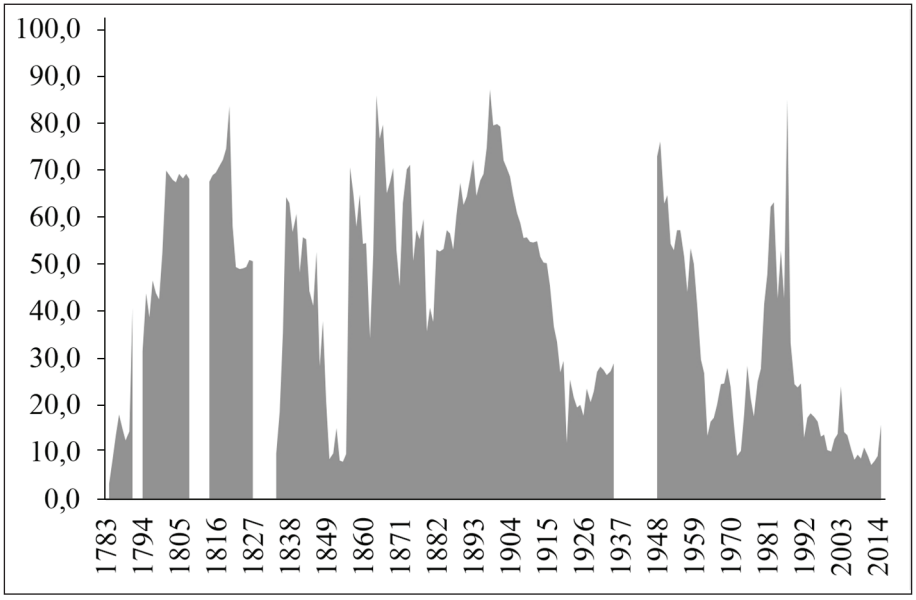
– d'une part, la maturité moyenne de la dette en circulation fut allongée ;

– d'autre part, les investisseurs espagnols et non résidents se remirent à acheter des titres publics espagnols (graphique 6)[22].

22. F. Comín, *Historia de la Hacienda pública*, Barcelone, Crítica, vol. 1, 1996, p. 100-106.

Graphique 8

Dette publique et avances accordées à l'État/actif total de la Banque d'Espagne (en %)



Sources : voir graphique 2.

Cette gestion responsable permit de retrouver une dette soutenable, comme en témoigne la baisse du ratio dette/PIB, passé de 67,4 % à 36,3 % entre 1996 et 2007 (graphique 5). D'autres facteurs y contribuèrent, comme la croissance économique, la privatisation d'entreprises publiques[23], la chute des taux d'intérêt sur le marché international et la réduction du déficit budgétaire ; l'Espagne parvint même à une situation d'excédent budgétaire entre 2005 et 2007, ce qui n'était arrivé qu'au moment de l'orthodoxie budgétaire mise en œuvre par Fernández Villaverde (graphique 2). Toutefois, la gestion responsable de la dette et la protection apportée par l'euro n'empêchèrent pas la survenue de la crise de la dette souveraine espagnole, à partir de 2010[24].

23. Judith Clifton, F. Comín et Daniel Díaz, *Privatisation in the European Union. Public Enterprises and Integration*, Dordrecht, Kluwer Academic, 2003.

24. F. Comín, « Default, rescheduling and inflation: public debt crises in Spain during the 19th and 20th centuries », *Revista de Historia Económica*, vol. 30, n° 3, 2012, p. 353-389.

Conclusion : la crise de la dette actuelle (2010-2015)

À la veille de la grande récession, la dette souveraine espagnole était viable : le ratio dette/PIB était peu élevé, comme nous venons de le voir, et les charges financières représentaient 8,5 % des dépenses du pays en 2009 (graphiques 5 et 3). Au moment de la crise économique, les stabilisateurs automatiques de l'État-providence se mirent en branle et le ratio dette/PIB doubla presque en 3 ans, pour atteindre 61,7 % en 2010, soit un taux légèrement supérieur au plafond d'endettement de 60 % fixé par le Pacte de stabilité et de croissance. Cette augmentation rapide de l'endettement tira vers le haut le rendement de la dette, qui passa de 4,3 % en 2010 à 5,9 % en 2012 (graphique 1), en raison de sa dépréciation sur le marché. Le déclenchement de la crise résulta également d'un effet de contagion de la crise grecque et de l'attaque des spéculateurs contre l'euro, qui porta ses fruits en l'absence de soutien à la dette des pays périphériques de la part de la Banque centrale européenne. La hausse de la prime de risque fit fuir les investisseurs étrangers, dont le taux de détention de dette espagnole passa de 51,4 % en 2010 à 32,6 % en 2012 (graphique 6).

Cette spéculation à la baisse sur la dette espagnole était due en grande partie aux mauvaises perspectives liées à la crise entamée en 2008 ; celles-ci se manifestèrent par une baisse du PIB et une hausse du chômage, qui détériorèrent les comptes publics et les bilans des banques commerciales. En effet, la dépression économique eut pour conséquence de réduire les recettes fiscales, surtout celles liées à l'impôt sur le revenu et à la taxe sur la valeur ajoutée, et d'augmenter la dépense publique du fait de la hausse des versements d'allocations de chômage, de l'élévation des charges financières et de l'utilisation de ressources pour renflouer les banques et les caisses d'épargne. Par conséquent, le déficit budgétaire atteignit 11,1 % du PIB en 2009 et 10,6 % en 2012 (graphique 2), taux qui n'avait été dépassé qu'en 1938, en pleine guerre civile espagnole. Le gonflement de la valeur de la dette et des taux d'intérêt eut pour effet d'accroître la part des charges financières dans les dépenses de l'État et le ratio dette/PIB, qui, en 2013, passèrent à 17,1 % (graphique 3) et à 93,9 % respectivement. Ces taux étaient déjà proches des seuils historiques d'insoutenabilité de la dette en Espagne.

La principale nouveauté de la crise actuelle est liée au changement institutionnel : du fait de son appartenance à l'Eurosystème, l'Espagne ne dispose pas de la souveraineté monétaire nécessaire pour résoudre elle-même cette crise. Dans un premier temps, la BCE n'était pas intervenue sur le cours de la dette espagnole, mais, en juillet 2012, le gouverneur de la banque centrale déclara qu'il défendrait l'euro contre la spéculation. Cette simple déclaration mit fin à la spéculation à la baisse et en déclencha une autre de signe contraire, à la

hausse donc, en réaction à l'annonce des achats de titres publics qui allaient être effectués par la BCE. Le rebond du cours de la dette espagnole qui s'ensuivit fit chuter son rendement, qui atteignit 4,58 % en 2013. Aussi vite qu'ils avaient fui, les investisseurs non-résidents se remirent à acquérir des titres : en 2015, ils détenaient de nouveau 47,3 % de la dette. En réalité, la parole du gouverneur de la BCE avait suffi puisque la banque ne commença à mettre en œuvre une politique monétaire accommodante qu'en 2015.

Par ailleurs, les finances publiques espagnoles perdirent aussi leur souveraineté budgétaire puisqu'elles passèrent sous la tutelle de la Commission européenne. L'ascendant de l'Union européenne se manifesta dès mai 2010, lorsque le gouvernement réforma la Constitution espagnole et prit d'autres mesures extraordinaires pour assurer la viabilité de la dette souveraine et éviter que l'Espagne ne soit soumise à un plan de sauvetage de l'Union européenne[25]. L'intervention de Bruxelles dans le budget de l'Espagne eut lieu en application de la procédure de déficit excessif. La situation budgétaire délicate du pays obligea les gouvernements espagnols à s'engager à réduire le déficit à 3 % du PIB en 2013. Toutefois, ils manquèrent à cet engagement à plusieurs reprises :

– le déficit était toujours de 5,1 % en 2015, malgré une croissance à 3,3 % par an ;

– cette croissance aurait suffi à atteindre l'objectif de réduction du déficit si le gouvernement du *Partido Popular* n'avait pas procédé, à des fins électorales et contre l'avis de Bruxelles, à une baisse du taux de l'impôt sur le revenu des personnes physiques[26] et à une hausse de la dépense publique (sous la forme de salaires et de subventions). Face à ce manquement flagrant au pacte, la Commission européenne entama une procédure à l'encontre du gouvernement et, en août 2016, l'Espagne fut placée sous « surveillance budgétaire renforcée », en vertu de quoi Bruxelles intervint ouvertement dans la politique budgétaire. Néanmoins, l'Espagne n'eut pas à verser l'amende prévue par le Pacte de stabilité.

Ce non-respect réitéré des engagements pris avec Bruxelles de la part du gouvernement espagnol pourrait être interprété comme un retour à une gestion irresponsable de la dette préjudiciable à la crédibilité des finances publiques espagnoles. Pourtant, le cours de la dette publique continua d'augmenter grâce à l'achat massif d'obligations espagnoles par la Banque d'Espagne, agissant pour le compte de la BCE. Par conséquent, les taux d'intérêt moyens de la

25. Ces mesures furent imposées par la BCE. José Luis Rodríguez Zapatero, *El dilema: 600 días de vértigo*, Barcelone, Planeta, 2013.

26. *Impuesto sobre la renta de las personas físicas* (IRPF).

dette chutèrent encore davantage lorsque la BCE mit en œuvre une politique d'assouplissement quantitatif, en mars 2015. En 2016, la quantité de dette souveraine achetée chaque mois fut augmentée et la durée de cette politique monétaire non conventionnelle fut prolongée, au moins jusqu'en avril 2017. L'achat de dette publique espagnole par la BCE équivalait à une monétisation indirecte du déficit budgétaire. Celle-ci différait de la monétisation indirecte traditionnelle utilisée en Espagne depuis 1918 en ce que, lorsque des titres souverains étaient mis en gage, la Banque d'Espagne ne les achetait pas, mais les acceptait seulement en garantie des crédits qu'elle accordait aux banques commerciales. L'assouplissement quantitatif a quant à lui augmenté en près d'un an le portefeuille de dette publique détenue par la Banque d'Espagne, pour le porter, en juillet 2016, à 9 % de la dette espagnole en circulation.

Comme l'avait fait la mise en gage de la dette, l'assouplissement quantitatif dissimulait l'ampleur de la crise de la dette dans les pays périphériques de la zone euro, qui continuait à s'aggraver, précisément en raison de la baisse des taux d'intérêt que cet assouplissement permettait. Le ratio dette/PIB en Espagne a atteint 101,7 % en 2015, un niveau préoccupant, comme l'avaient été ceux de 1868 et de 1898, années précédant les restructurations de dette effectuées par Camacho et Fernández Villaverde (graphique 5). Malgré cette hausse de l'endettement, en 2015, le taux d'intérêt moyen de la dette était tombé à 3,7 % (graphique 4) et la part de la charge de la dette dans le budget de l'État à 15,6 %, grâce à l'achat de titres par la BCE. Cette aide de la Banque centrale européenne n'a pas pour autant réduit le déficit budgétaire, car le gouvernement a profité des « économies » réalisées grâce à la baisse des taux d'intérêt pour augmenter d'autres postes de dépense. L'expérience monétaire de la BCE ne résout pas la crise de la dette puisque, contrairement à ce qui s'était passé sous Franco, l'intervention de la banque ne génère pas l'inflation visée et donc ne réduit pas la valeur réelle des titres publics. Qui plus est, l'assouplissement quantitatif a ravivé la dépendance des gouvernements espagnols vis-à-vis de la dette, mettant ainsi en péril sa viabilité, en leur permettant de financer le déficit budgétaire à l'aide de taux nominaux très bas et même légèrement négatifs sur les bons du Trésor. Du fait de l'absence d'inflation en Espagne, les taux d'intérêt réels sont presque égaux aux taux nominaux, et très supérieurs aux taux réels obtenus sous Franco *via* l'inflation (graphique 4).

Cette illusion de solidité du marché de la dette publique espagnole se dissipera dès que la BCE cessera d'acheter des titres espagnols. La question est de savoir si les finances publiques espagnoles pourront faire face à la montagne de dette qu'elles ont accumulée, lorsque les taux d'intérêt remonteront. Les autorités européennes et espagnoles misent sur un retour de la croissance économique et de l'inflation pour liquider la dette, puisqu'elles n'évoquent pas l'objectif

d'excédent budgétaire. Le problème est que la BCE échoue incontestablement à atteindre ces objectifs par le biais de ses expériences monétaires, sans l'aide d'une politique budgétaire accommodante de la part de l'Allemagne et des pays solvables de la zone euro. La crise de la dette en Espagne restera grave pour deux autres raisons :

– d'une part, les perspectives de stagnation séculaire en Europe et en Espagne[27] ;

– d'autre part, la crise sociale et politique que traverse l'Union européenne, dans un contexte de désintégration et d'instabilité politique, qui pourrait empêcher la poursuite des politiques responsables de la gestion de la dette, en particulier en Espagne[28].

27. F. Comín, « Industrialización y desarrollo económico en la España contemporánea: una perspectiva histórica », *in* Domingo Gallego, Luis Germán, Vicente Pinilla (dir.), *Estudios sobre el desarrollo económico español*, Zaragoza, Prensas de la Universidad de Zaragoza, p. 43-67.

28. F. Comín, *Las crisis de la deuda soberana en España (1500-2015)*, Madrid, Catarata, 2015, p. 297-309.

LES CRISES DE LA DETTE NATIONALE EN FRANCE, 1724-1815

Tim J. A. Le Goff

Introduction : à la recherche des crises d'endettement et de leur mesure

Si tout événement historique possède sa propre spécificité, sa signification ne ressort que lorsque l'historien arrive à le situer dans un contexte. Depuis les années 1970, des chercheurs s'intéressant à l'histoire sociale ou influencés par les problématiques de la science économique actuelle sont parvenus à refondre l'histoire des finances de l'Ancien Régime français, trop longtemps enfermée dans les étroits confins de l'approche libérale. Ces avancées trouvent un écho de nos jours chez des économistes, sensibles, surtout depuis la crise de 2008, à l'existence des cycles, et à l'importance de l'histoire économique tout court. Il en est résulté pour les historiens de l'économie moderne et contemporaine une nouvelle conscience du degré d'intégration des acteurs et décideurs de l'administration et du marché financier de l'Ancien Régime dans la trame de leur société, et de la vulnérabilité de ces hommes aux aléas de l'économie globale. Cette dépendance est bien illustrée par une recherche des éléments communs aux événements, à répétition ou cycliques, des crises de la dette.

L'approche la plus connue à ce défi est sans doute le *best-seller* de Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, *This Time Is Different*[1], ouvrage de synthèse et fruit d'un travail collectif mené depuis plusieurs années et sorti, opportunément, juste après la grande crise de 2007-2008. D'inspiration libérale – le sous-titre *Eight Centuries of Financial Folly* en donne le ton –, l'étude avait l'ambition et le mérite de rechercher des éléments constants et structurels des crises de la dette externe et interne dans un grand nombre de pays à travers les siècles. Il faut admettre que malgré l'ambition des auteurs, qui se targuent d'embrasser toute la période moderne et contemporaine, la partie opérationnelle de leur documentation se limite en fait à la période postérieure à 1800, voire 1870. L'analyse est riche et multidimensionnelle, même si le rôle précis tenu par l'État et ses dettes dans le déclenchement ces différentes crises n'est pas

1. Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly,* Princeton, Princeton University Press, 2009.

toujours bien différencié de celui de l'endettement global et/ou externe d'un pays, et d'autres facteurs macroéconomiques. Reinhart et Rogoff hésitent, en effet, entre une analyse globale des crises financières macroéconomiques et internationales, et le thème plus étroit de l'endettement des nations et/ou des États, qu'ils érigent en fin de compte en principal élément explicatif des crises nées de l'endettement. Pour les auteurs, c'est presque toujours l'incurie des gouvernants qui sert à expliquer les crises de la dette ; leur comportement peut donc servir, en quelque sorte, de guide prévisionnel pour éviter de nouvelles crises. Ils en ont même fixé une règle : plus la dette de l'État s'approche de 90 % du PIB, plus le risque est grand de tomber en crise financière[2]. Depuis la sortie du livre, des chercheurs ont sérieusement mis à mal cette règle, en mettant en évidence deux failles mortelles : la mauvaise manipulation d'un tableur Excel, et une moyenne pondérée mal construite, erreurs qui suffisent pour infirmer totalement leur critère[3].

La recherche de facteurs constants dans les cycles de crises de la dette n'en reste pas moins un objet digne d'attention[4]. Tout en renonçant au seuil des 90 %, on peut légitimement s'interroger sur le lien entre l'endettement des États, l'évolution de l'économie et la récurrence des crises de la dette pendant l'Ancien Régime. Ces interrogations supposent pourtant l'existence non seulement d'une mesure de la dette nationale, mais aussi d'indicateurs valables sur l'évolution de l'économie globale. Jusqu'ici, ces derniers ont été assez difficiles à établir. Pour le XVIII[e] siècle, nous disposons d'estimations, non du PIB mais seulement du produit physique (qui exclut les services), à partir desquelles on a tenté d'estimer par « rétrojection » de son rapport connu avec le PIB dans les années 1820, un chiffre représentatif du PIB des années 1780[5]. Remonter plus loin, jusqu'au début du siècle, comme l'a fait J.-C. Toutain dans une expérience hardie, est une gageure, car le caractère fantaisiste de ses sources pour la période

2. Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, « Growth in a Time of Debt », *National Bureau of Economic Research, Working Papers*, n° 15639, janvier 2010, www.nber.org/papers/w15639 ; *idem*, « Growth in a Time of Debt », *American Economic Review*, vol. 100, n° 3, 2010, p. 573-578.

3. Thomas Herndon, Michael Ash & Robert Pollin, « Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 38, n° 2, 2014, p. 257-279.

4. L'idée du développement de critères fondés sur l'évolution de l'endettement global (public + privé), avancée par Steven Keen (dans, par exemple, *Can We Avoid Another Financial Crisis?*, Malden, Polity, 2017) et inspirée par les travaux de Hyman Minsky, paraît plus prometteuse. Elle est toutefois impossible à suivre pour une époque reculée, faute de chiffres valables sur l'endettement global privé, sans parler des réserves méthodologiques de base formulées par certains.

5. Excellent résumé de l'état de la question dans Guillaume Daudin, *Commerce et prospérité. La France au XVIII[e] siècle*, 2[e] éd., Paris, Presses de l'université Paris-Sorbonne, 2011, p. 19-20.

de base 1700-1710, et surtout pour le poste crucial du produit agricole, a été démontré de façon magistrale par Emmanuel Le Roy Ladurie[6].

Mieux encore, on peut s'interroger sur la pertinence de prendre comme indicateur d'une crise le niveau global d'endettement, mesuré par l'ampleur de la dette globale de l'État. Ce montant est dominé, dans la France du XVIII^e^ siècle, par la somme investie dans la dette constituée, difficilement mobilisable. Sont-ce donc les rentiers qui déclenchent les crises ? À ce propos, il est difficile de ne pas songer au scénario des films du *Far West*, évoqué avec humour par l'économiste Paul Krugman, dans lequel les « justiciers du marché des obligations » (*bond vigilantes*), c'est-à-dire les masses anonymes de rentiers, se mettent tous d'accord un beau jour pour trouver que la dette constituée du roi ne mérite plus leur confiance et qu'il faut réimposer l'ordre au marché en se débarrassant de leurs rentes[7]. Était-ce bien comme cela que les choses se sont passées au XVIII^e^ siècle, ou bien ne devrions-nous pas chercher ailleurs les véritables éléments des crises de la dette ?

I. GUERRE, DETTE, FISCALITÉ ET POLITIQUE

En cherchant à construire une modeste chronologie raisonnée de l'histoire des finances de l'État français au XVIII^e^ siècle, nous avons nous-mêmes été amenés à proposer en 1995 un simple modèle cyclique[8]. Celui-ci part du constat que le « budget » de l'Ancien Régime, à l'encontre de celui de nos états modernes, était consacré, dans une proportion écrasante, aux dépenses militaires. Dans le compte-rendu de 1787, le plus précis que nous possédons pour l'ancienne monarchie, on n'alloua aux dépenses civiles que 22 % des ressources, tandis que quelque 27 % allaient aux armées de terre et mer – pourtant dans une année de paix. Les 51 % restants étaient quant à eux consacrés au service d'une dette d'origine presque exclusivement militaire, encourue pendant les guerres de Louis XIV, Louis XV et Louis XVI[9].

---

6. « Les Comptes fantastiques de Gregory King », *Annales, Économies, Sociétés, Civilisations,* vol. 23, n° 5, septembre-octobre 1968, p. 1086-1102.

7. « Myths of Austerity », *New York Times*, 1^er^ juillet 2010.

8. Tim J. A. Le Goff, « How to Finance an Eighteenth-Century War », *in* William Mark Ormrod, Margaret Bonney et Richard Bonney (dir.), *Crises Revolutions and Self-Sustained Growth. Essays in European Fiscal History, 1130-1830,* Stamford, Shaun Tyas, 1999, p. 377-413.

9. Nous parlons ici des pensions comme dépenses civiles, mais en fait une bonne moitié allait aussi à des militaires, à leurs veuves et dépendants ; T. J. A. Le Goff, « Essai sur les pensions royales », *in* Martine Acerra, Jean-Pierre Poussou, Michel Vergé-Franceschi, et André Zysberg (dir.), *État marine et société. Hommage à Jean Meyer*, Paris, Presses de l'université de Paris-Sorbonne, 1995, p. 252-282.

Tableau 1

Dette constituée, dette flottante, anticipations : quelques repères, 1715-1826[10]

Année	*Dette constituée*	*Dette flottante*	*Anticipations*
1715*	2 024	462	
…			
1764	1 853	234	195
…			
1775	1 701	235	221
…			
1783		255	150
…			
1787	3 950		240
…			
1791	2 200	1 200	
…			
1793	2 887		
…			
1799†	926		
…			
1814†	1 266	759	
1815†	1 272		
1816†	1 610		
1817†	1 891		
1818†	2 547		
1819†	3 355		
1820†	3 456		
…			
1825†	3 941		
1826†	4 153		

** En livres tournois de mai 1726*

† En francs germinal

Sources : John Francis Bosher, *French Finances*, *1770-1795: From Business to Bureaucracy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1970, p. 98 ; Joël Félix, « Les dettes de l'État à la mort de Louis XIV », *Études & Documents* VI, 1994, p. 603-608 ; Seymour Edwin Harris, *The Assignats*, Cambridge, Harvard University Press, 1930, p. 33 ; Charles-Joseph Mathon de la Cour, *Collection de comptes-rendus, pièces authentiques, états et tableaux concernant les finances de France depuis 1758 jusqu'en 1787*, Lausanne, Cuchet, Paris, Gattey, 1788 ; A. Vührer, *Histoire de la dette publique en France*, t. 1, Paris, Berger-Levrault, 1886, p. 425, t. 2, p. 58 ; Michel Bruguière, *La première Restauration et son budget*, Genève, Droz, 1969, p. 30, 250-253.

10. Nous nous sommes efforcés d'indiquer, chaque fois qu'il était possible, les « anticipations », dont la durée dépasse normalement l'année en cours. L'absence de données sur la dette flottante ou les anticipations pour une année donnée ne signifie pas forcément leur inexistence.

Or, c'est toujours à la fin des guerres qu'éclatent les grandes crises financières de l'Ancien Régime. Certes, le recours à l'impôt fut depuis le Bas Moyen Âge au moins un puissant moyen de financer les opérations militaires, et les rois s'en sont servis largement pendant les trois dernières guerres de la monarchie. Mais en temps de conflit majeur, les revenus d'une seule année, même renforcés de nouveaux impôts, ne suffisaient jamais à couvrir les dépenses militaires. Les rois trouvaient un recours partiel dans l'émission d'emprunts à plus ou moins long terme, plus ou moins garantie par des revenus fiscaux, qui allaient gonfler la « dette constituée » dans la comptabilité royale à la suite de chaque conflit. Cependant, le problème principal n'était pas la dette constituée, mais plutôt celle qui n'en faisait pas partie : la dette non fondée, appelée diversement « dette flottante », « dette exigible », voire « dette criarde ». Née des besoins quotidiens de la machine de guerre, elle avait plusieurs origines. Les responsables des armées du roi et de sa marine cumulaient des dettes au cours du conflit sur les livres de comptes de leurs fournisseurs, ou en leur donnant des billets. Ils empruntaient pour régler les soldes des matelots et des soldats. Le roi laissait négocier sur le marché de l'argent des « anticipations » sur ses revenus futurs, qui étaient comptabilisées séparément la plupart du temps mais qui en réalité en faisaient partie. Une fois la paix revenue, il fallait normalement plusieurs années pour dresser les comptes de ces dépenses.

Un problème fiscal se posait également à la fin de chaque conflit. Pendant les guerres, on augmentait, naturellement, les impôts, ou on en trouvait de nouveaux. À la paix, on faisait alors marche arrière, avec une baisse abrupte des dépenses militaires d'un côté, et de l'autre, malheureusement, la disparition ou la diminution de certains impôts. Avec un peu de chance, il y avait un décalage pendant quelques mois, voire quelques années, entre les deux phénomènes, et l'État profitait alors d'une surabondance relative et momentanée de moyens financiers et d'une baisse des charges militaires. Ce fut le cas, par exemple, à la fin de la guerre d'Indépendance américaine, où un troisième vingtième, promulgué en 1782, dura jusqu'en 1786.

Plusieurs solutions s'offraient dans ces circonstances :

– un défaut partiel de paiement. Ce fut le cas dans la foulée de la guerre de Sept Ans, notamment sous l'abbé Terray, contrôleur général de 1770 à 1774 ;

– la possibilité, comme autrefois, d'assortir ces coupes d'une ou plusieurs enquêtes judiciaires, pour faire rendre gorge aux fournisseurs et créanciers jugés trop avides. Depuis la Régence, ces criminalisations de la dette n'avaient cependant presque plus lieu, la seule exception considérable étant la mise en accusation, après la guerre de Sept Ans, de François Bigot, intendant de la Nouvelle-France, avec quelques comparses ;

– un recyclage de la dette flottante sous la forme de nouvelles créances offertes aux créanciers ; ce fut le cas, par exemple, de la monnaie de cartes à jouer, mise en circulation par le même François Bigot dans les années précédant la débâcle de 1759. Par la suite, on convertit ces créances en billets du Canada à 3 % qui furent distribués aux détenteurs ou à leurs ayants droit[11]. D'autres dettes de guerre du même genre, originaires de la marine ou des Colonies, furent converties de la même façon en papier et rendues négociables à la Bourse, où leurs valeurs ne manquèrent pas de s'effondrer plus ou moins rapidement. Ce fut une forme de banqueroute partielle sans le nom ;

– la solution devenue, vers le milieu du siècle, la favorite de l'historiographie libérale[12], selon laquelle le roi assumait le remboursement intégral et rapide de ces dettes. Dans ce cas, il fallait créer de nouveaux emprunts en règle, et de nouveaux impôts pour les soutenir, afin d'étaler le recyclage de la dette flottante sur plusieurs années et soutenir le marché du crédit en attendant.

En gros, on peut avancer que dans la foulée d'une guerre plus ou moins réussie, comme celle de la Succession d'Autriche (1740-1748), ou soldée par un franc succès, comme celle de l'Indépendance américaine (1778-1783)[13], c'est la voie « moderne » qu'on s'efforça de suivre. Par contre, après la désastreuse guerre de Sept Ans (1756-1763), et surtout pendant les guerres de la Révolution et de l'Empire (1792-1802 et 1803-1815), on eut recours, pour une partie de la dette, à des improvisations non sans ressemblance avec les méthodes pratiquées sous Louis XIV. Les raisons de ces différents comportements sont à chercher dans la nature des conflits politiques et les compromis institutionnels au cœur du régime politique.

Car faire persister en temps de paix des impôts levés sous prétexte de guerre, en faire approuver de nouveaux, ou lancer des emprunts conséquents était, politiquement parlant, une tâche fort délicate au moment où les peuples aspiraient à un soulagement fiscal, et ne manquait presque jamais de susciter des antagonismes parmi les élites. Sous l'Ancien Régime, la coutume en France était de faire enregistrer une nouvelle loi fiscale par l'une des hautes juridictions d'appel du royaume (normalement le Parlement de Paris), qui, en l'absence des États Généraux, servait à la légitimer aux yeux du public. Or,

---

11. J. Félix, « Finances, opinion publique et diplomatie. Le *Committee of Canada Merchants* et la question du remboursement par la France des billets du Canada, 1763-1775 », *in* Jean-Pierre Jessenne et *al.* (dir.), *Le Négoce de la paix. Les nations et les traités franco-britanniques (1713-1802)*, Paris, Société des études robespierristes, 2008, p. 127-164 ; Adam Shortt (dir.), *Documents relatifs à la monnaie, au change et aux finances du Canada sous le régime français,* Ottawa, J. O. Patenaude, 1925, II, p. 1054-1061.

12. Marcel Marion, *Histoire financière de la France*, Paris, Rousseau et Cie, 1927, p. 170-179 et Machault d'Arnouville, *Étude sur l'histoire du contrôle général des finances de 1749 à 1754*, Paris, Hachette, 1891.

13. De 1775 à 1783 pour les Anglais et les Américains.

les parlements ne manquaient pas de juges prêts à profiter de chaque manifestation de faiblesse de la part du gouvernement, afin d'en extraire des faveurs (pensions, gratifications), pour favoriser les options religieuses (jansénistes, gallicans, etc.) des groupes d'intérêts (seigneurs et propriétaires terriens), et tout simplement pour accroître le droit de regard de leurs juridictions sur les affaires publiques.

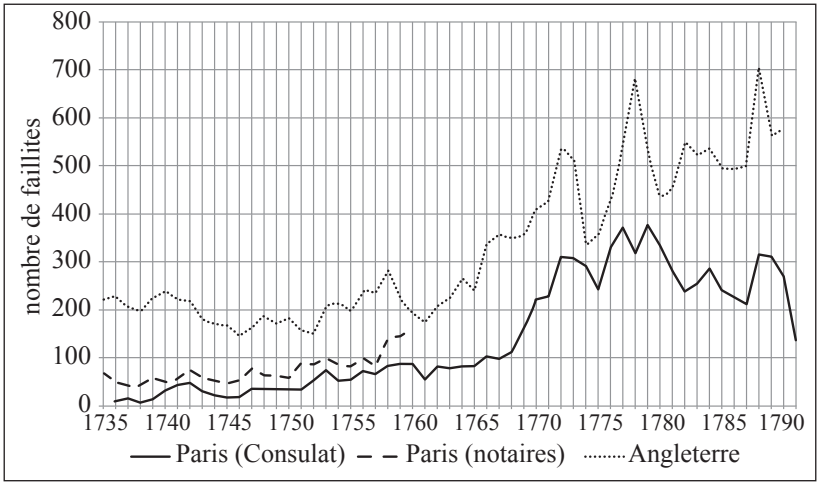
La première de ces crises politico-fiscales pendant notre période s'est déroulée dans des conditions relativement favorables au pouvoir royal à la suite de la paix d'Aix-la-Chapelle (1748), qui avait mis fin à la guerre de Succession d'Autriche, sans véritable gagnant ni perdant. Le contrôleur général de l'époque, Machault d'Arnouville, s'en tira habilement avec une réforme fiscale, la création d'un premier, puis d'un deuxième vingtième – prolongation partielle d'un impôt de guerre sur le revenu, mais levé en temps de paix –, d'un grand emprunt et de la première Caisse d'amortissement, que le vingtième était destiné à nourrir. La seconde crise, venant à la suite d'une défaite cinglante pour la France dans la guerre de Sept Ans, fut longue et pénible ; le pays dut passer par une série de banqueroutes partielles qui ne prirent fin qu'en 1771. La troisième eut lieu en dépit des circonstances éminemment glorieuses de la victoire remportée par la France et ses alliés américains dans la guerre d'Indépendance américaine. Dans ce dernier cas, les difficultés de l'après-guerre atteignirent leur paroxysme en une énorme crise de crédit en 1787-1789, que le nouveau régime révolutionnaire crut apaiser par le recours au fameux assignat gagé sur la vente des biens de l'Église – remède éphémère, et qu'il fallut résoudre par la fameuse banqueroute des deux tiers en 1797.

II. CRISES COMMERCIALES ET GUERRES

Ce qui rend l'examen de ces crises à la fois fascinant et frustrant, c'est leur coïncidence avec des perturbations d'une grande violence dans le secteur commercial et financier de l'économie. Nous avons plusieurs indicateurs de l'incidence et de l'intensité de ces événements. L'un des principaux est le mouvement des faillites à Paris à partir de 1755 ; leur simultanéité avec les mêmes statistiques en Angleterre (graphiques 1 et 2) laisse supposer des origines communes dans l'économie européenne. On peut comparer leur évolution avec un indice d'un phénomène de même nature, les protêts de lettres de change et billets sur la place de Lyon, une bourse de grande importance nationale, qui faisait circuler le papier commercial dans un rapport quasi ombilical avec la Bourse de Paris (graphique 3).

Graphique 1

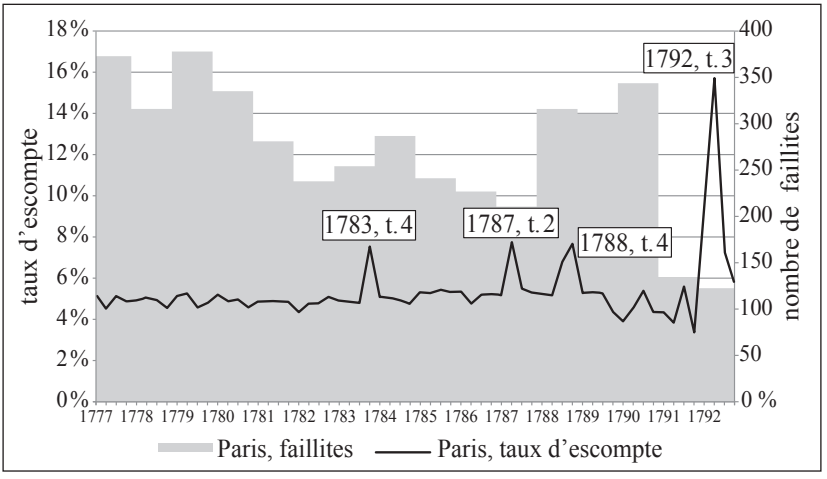
Faillites à Paris et en Angleterre (par an), 1735-1791



Source : Thomas Manley Luckett, « Credit and Commercial Society in France, 1740-1789 », thèse de doctorat dact., université Princeton, 1992, p. 221-223 ; Julian Hoppit, *Risk and Failure in English Business 1700-1800*, Cambridge, Cambridge University Press, 1987, p. 182-183.

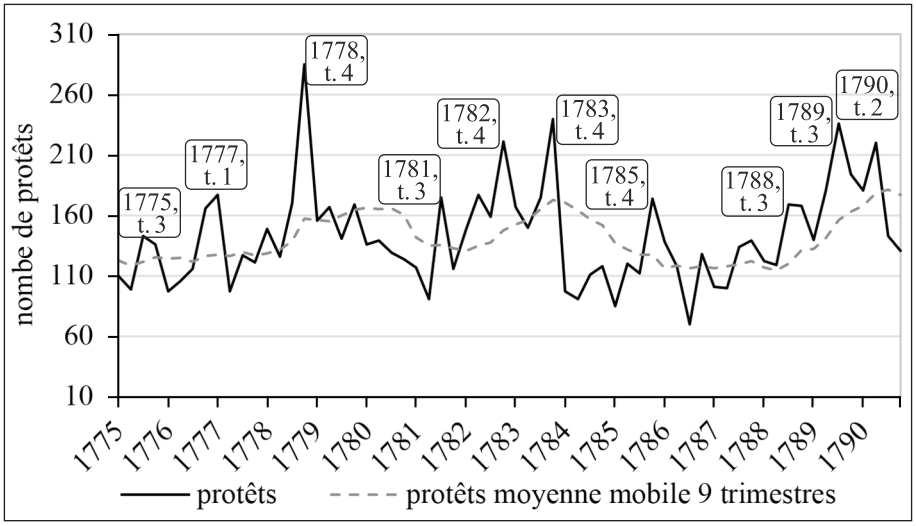
Graphique 2

Faillites et taux d'escompte à Paris (par trimestre), 1777-1793



Source : Voir graphique 1.

Graphique 3
Protêts de lettres de change et de billets à la Bourse de Lyon (par trimestre), 1775-1790



Source : protêts d'après AD Rhône, 10C 1201-1273, Contrôle des actes, bureau de Lyon, 1778-1791, sondage au 1/8e.

On observe toujours une hausse de ces instruments boursiers vers la fin d'un conflit, suivie d'une période de calme dans l'immédiat après-guerre, puis un regain de tension. L'explication historique bien rodée de ces perturbations y reconnaît un paroxysme d'activité commerciale déjà évident avant la fin de chaque conflit, où les négociants, dans le commerce transatlantique – mais aussi en Méditerranée – se pressaient :

– d'une part, pour acheter un certain nombre de marchandises nécessaires à l'achat d'esclaves, ou d'articles de consommation pour les colons d'outre-mer ;

– d'autre part, pour obtenir aux colonies les produits comme le sucre, le café et l'indigo, devenus rares en Europe pendant la guerre.

Les plus habiles profitaient de la situation, mais la mévente ne tardait pas à arriver et beaucoup étaient déçus. Les conséquences étaient alors :

– des retards de paiement, un resserrement du crédit et des turbulences pour le marché financier ;

– des périls pour le plus grand de tous les débiteurs, l'État.

Un second phénomène commun joua également, à savoir une longue hausse du nombre des faillites et une hausse du nombre de lettres de change protestées dans la décennie postérieure à la fin des guerres de 1756-1763 et 1778-1783[14]. Des interférences dans le sens contraire ont pu également se produire, en l'occurrence l'impact sur le marché du crédit de l'incertitude engendrée par la restructuration des dettes de l'État. Selon Thomas Southcliffe Ashton, évoquant la situation en Angleterre suite à la guerre de 1776-1783, ce facteur aurait perduré jusqu'aux environs de 1785[15]. La même cause a pu produire les mêmes effets en France.

Mais par quel engrenage les deux ordres d'événements se sont-ils rejoints ? Chaque après-guerre a bien sûr connu ses circonstances propres. Essayons de voir de plus près ce qui s'est passé dans un cas concret : la crise survenue entre la fin de la guerre américaine et les débuts de la Révolution de 1789. Nous verrons que c'est à partir du moment où le roi cessa de trouver le crédit à court terme nécessaire à ses opérations quotidiennes que se met en branle ce que Reinhart et Rogoff, à la suite d'autres économistes, ont nommé une « crise de liquidités[16] ». Ce n'est qu'après coup que ces échecs se sont transformés en une « crise de solvabilité », dans laquelle la capacité de l'État à acquitter la masse de ses engagements a été mise en question. L'analyse de cet engrenage nécessite un examen rapide de la relation entre l'État et le marché de l'argent à Paris, plus spécifiquement des moyens à la disposition de l'État pour en extraire de l'argent à court terme.

III. L'ÉTAT ET LE MARCHÉ MONÉTAIRE PARISIEN

Si un marché de l'argent existait sous diverses formes un peu partout en France au XVIII^e^ siècle, Paris occupait toutefois une place prépondérante en raison de la forte concentration du marché des obligations et emprunts du secteur privé et public. L'important personnel financier du roi et une foule d'intermédiaires négociaient d'ailleurs ensemble à Paris les termes du crédit à court terme. Le roi n'était pas sans armes dans ce marchandage. De quels moyens disposait donc l'État ?

1° La meilleure façon pour un marché favorable était de mettre fin à la guerre en cours. Même une paix défavorable amènerait une forte et rapide diminution

14. On aurait sans doute vu la même chose à la suite de la guerre de Succession d'Autriche, sans la résurgence des hostilités dans une « guerre froide » en 1755.

15. Thomas Southcliffe Ashton, *Economic Fluctuations in England, 1700-1800*, Oxford, Oxford University Press, 1959, p. 165.

16. C. M. Reinhart & K. S. Rogoff, *This Time is Different…, op. cit.*, p. 59-61.

des dépenses militaires, aidant ainsi à calmer le taux d'intérêt des effets royaux à court terme, et favoriserait en outre le lancement de nouveaux emprunts à long terme nécessaires à un éventuel refinancement. Tant mieux si la paix était avantageuse comme en 1783, ou se soldait par un match nul comme en 1748.

2° Pour amplifier cet apaisement, l'État créa divers mécanismes ingénieux. À l'exemple du fameux *Sinking Fund* de Walpole (1717), des contrôleurs généraux successifs prirent l'habitude d'établir une Caisse d'amortissement à la conclusion de chaque guerre, en 1722, 1749, 1765, 1784… Les remboursements opérés par la Caisse de 1749 ont dû avoir un grand impact sur le marché parisien. Une seule année de revenus du vingtième, qui était censé alimenter la Caisse, produisait environ 18 millions de livres. Même vers la fin de la guerre de Sept Ans, la Caisse arrivait quand même à rembourser environ 17 millions par an. En 1784, Calonne établit une nouvelle Caisse d'amortissement alimentée par 3 millions de livres, auxquels devait s'ajouter le capital des emprunts qu'elle amortissait. Il en fit publier à grands cris son calendrier des remboursements : de 4,4 millions en 1784, ils devaient passer à 18,7 millions en 1783 et à 70,3 millions en 1809… À la suite de Calonne, ses successeurs Loménie de Brienne et Necker ont endossé le même plan[17].

À ces remboursements s'ajoutaient les capitaux en provenance de nombreux emprunts à terme ainsi que de loteries, et notamment du restant en 1785-1786 des 29,5 millions de livres de rescriptions des receveurs-généraux suspendus par l'abbé Terray dans la crise de 1770. Tous ces fonds servaient à alimenter le marché de l'argent réellement et psychologiquement, en créant une impression d'opulence. Plus important, le fait de combler de capitaux des investisseurs imbus de l'idée qu'il ne fallait jamais laisser ses fonds sans emploi, les poussait naturellement vers de nouveaux achats de papiers et emprunts royaux, offerts à des conditions alléchantes. Dans un autre genre, le spectacle quasi annuel de tirages de billets de la loterie nationale ou de la Compagnie des Indes, extraits d'une grande roue en présence du prévôt des marchands et échevins de Paris, fournissait :

– 7,3 millions en 1782 ;

– 9,8 millions en 1783 ;

– 11,2 millions en 1784 ;

– 4,9 millions en 1785 !

17. Tim J. A. Le Goff, « Les caisses d'amortissement en France (1749-1783) », *in L'Administration des finances sous l'Ancien Régime,* Paris, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 1997, p. 177-196.

La mise en scène ainsi que les montants réalisés ne pouvaient que créer une impression d'abondance et peser sur le taux de l'intérêt.

3° À ceci, il faut ajouter la grande réforme monétaire opérée par Calonne, en octobre 1785, qui réévalua l'or en termes d'argent, rapprochant ainsi la France de la pratique des autres pays européens. On considère généralement que l'effet le plus marquant de cette mesure fut d'accroître le volume de la monnaie en circulation en attirant un supplément de métal jaune dormant dans les fonds de tiroir vers les ateliers de monnaie et, de là, vers la circulation[18].

4° Frapper ou réformer la monnaie ne fut pas cependant la seule façon d'accroître la circulation d'espèces ou de quasi-monnaie. Au lendemain de chaque guerre, de nombreux fournisseurs se trouvaient créanciers du roi. En 1749, le contrôleur général, Machault d'Arnouville, avait donné des billets au porteur, qu'il encourageait les détenteurs à investir dans ces grands emprunts. On en fit de même après la guerre de Sept Ans, en convertissant un grand nombre de ces dettes en billets au porteur portant intérêt, comme nous venons de le voir. Malgré la chute progressive et inéluctable de ces valeurs, on put les utiliser pendant un certain temps, pour garantir les emprunts du secteur privé, contribuant de ce fait à accroître la liquidité du marché monétaire[19]. À la fin de la guerre d'Indépendance américaine, cette expérience ne fut pas répétée ; la monarchie préféra alors accroître sa « ligne de crédit » en allongeant la durée normale (12 mois) des *rescriptions*, c'est-à-dire des billets qu'elle recevait des receveurs généraux, qui s'occupaient d'impôts directs, et celle des billets de la Ferme générale, responsable des impôts indirects. Ces papiers étaient considérés comme des instruments de crédit à court terme de la première classe, l'équivalent approximatif de nos bons du Trésor. Réservés autrefois à un marché restreint, ils se négociaient désormais librement à la Bourse. Il s'agissait, là aussi, d'une forme d'expansion monétaire.

5° Pendant et après la guerre d'Indépendance américaine, le gouvernement eut recours à une nouvelle institution, la Caisse d'escompte, créée en 1776 à Paris sur le modèle de la Banque d'Angleterre. Elle émettait ses propres billets contre dépôts ou papier commercial de bonne qualité, qu'elle escomptait à 4 % ou 4,5 %. Ses billets circulaient librement dans Paris et devinrent dans les années 1780 l'équivalent d'argent comptant dans les transactions d'une certaine

18. Guy Thuillier, « La réforme monétaire de 1785 », *Annales, Économies, Sociétés, Civilisations*, vol. 26, n° 5, septembre-octobre 1971, p. 1031-1051 et *La réforme monétaire de 1785. Calonne et la refonte des louis*, Paris, Comité pour l'histoire économique de la France, 2005.

19. Herbert Lüthy, *La Banque protestante en France de la Révocation de l'Édit de Nantes à la Révolution,* Paris, SEVPEN, 1959, t. 2, p. 37-38.

ampleur. La Caisse intervenait aussi pour soulager de temps en temps le Trésor royal en lui prêtant des sommes considérables :

– 40 millions de livres en 1777 ;
– 70 millions au début de 1787 ;
– 170 millions par la suite en 1788-1790.

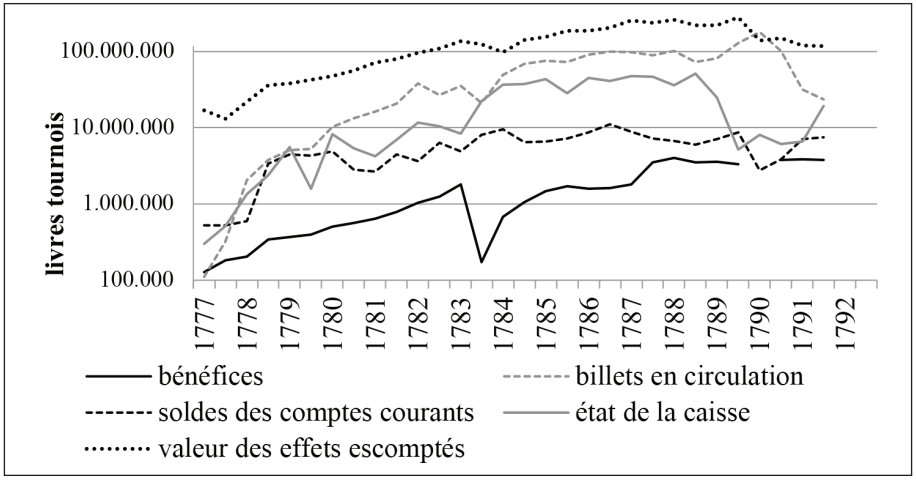
La valeur de ses billets en circulation passa de 2 millions de livres au commencement de 1778 à :

– 10 millions au début de 1780 ;
– 90 millions en 1786 ;
– 102 millions en 1788.

La circulation de ces instruments convertibles en monnaie sur demande a sûrement contribué à la circulation monétaire à Paris et, par ricochet, ailleurs en France. Ils ont aussi servi à alimenter la spéculation boursière[20].

Graphique 4

Situation de la Caisse d'escompte, 1777-1791



Source : André-Daniel Laffon de Ladebat, *Compte-rendu des opérations de la Caisse d'escompte, depuis son origine (24 mars 1776) jusqu'à sa suppression (24 août 1793) et de sa liquidation depuis l'époque de sa suppression*, Paris, A. Bailleul, 1807, *passim*.

20. Robert Bigo, *La Caisse d'escompte (1776-1793) et les origines de la Banque de France*, Paris, Presses universitaires de France, 1927 et André-Daniel Laffon de Ladebat, *Compte-rendu des opérations de la Caisse d'escompte...*, *op. cit.*

6° En effet, à partir du début de la décennie, les bureaux du Contrôle général avaient conçu une politique d'expansion de la Bourse de Paris. Derrière ces choix – comme beaucoup d'autres des années 1780 – se trouvait un groupe de conseillers au contrôle général composé notamment de l'administrateur et économiste François Véron Duverger de Forbonnais (1722-1800), du spéculateur et théoricien suisse Isaac Panchaud (1737 ?-1789) et de Pierre Samuel Du Pont de Nemours (1739-1817), futur fondateur d'une grande dynastie industrielle aux États-Unis. Ils encouragèrent les grands chefs des finances, Calonne, Loménie de Brienne et Necker, à laisser se former de nouvelles sociétés par actions, souvent avec la participation de l'État : la Compagnie des eaux (1784), la nouvelle Compagnie des Indes (1785) et deux compagnies d'assurance-incendie (1786), ainsi que la refondation et l'expansion de la Caisse d'escompte après la crise de 1783. Ces sociétés avaient de multiples fonctions. Si elles servaient, certes, à mobiliser des capitaux pour l'expansion commerciale et industrielle, elles aidaient en même temps, en attirant des capitaux à la Bourse, à rendre le marché monétaire plus liquide, et donc disponible pour investir dans les fonds et les papiers du roi. Divers projets de sociétés établies à l'époque pour mieux assurer les paiements aux rentiers et détenteurs de pensions en province étaient conçus, au moins en partie, dans ce but. Enfin, la présence des actions de ces grandes sociétés créait un terrain fertile pour les interventions de l'État.

D'habitude, on retient seulement deux cas d'interventions de ce genre :

– l'affaire John Law, qui précède le début de notre période ;

– l'épisode bien connu de la spéculation sur les actions de la Nouvelle Compagnie des Indes et la Compagnie des eaux en 1785-1787, initiative inspirée par Calonne pour soutenir la confiance à la Bourse, mais déviée de son but par des agents infidèles qui se servirent des fonds de l'État pour spéculer à la baisse.

Ce que l'on sait moins, c'est que l'action de Calonne fit partie d'une longue succession d'interventions de ses prédécesseurs, souvent par le canal des agents de change à la Bourse au cours du siècle, et sans l'éclat douteux de ces deux épisodes[21].

7° En faisait partie une réforme de la Bourse elle-même par le biais de la réforme du statut des agents de change et des courtiers de change. En renforçant, par une série de mesures, le monopole des agents de change sur les principales négociations, en imposant un statut et une discipline aux opérateurs subalternes

21. T. J. A. Le Goff, « Pouvoir, courtiers et agents de change à la Bourse de Paris sous l'Ancien Régime », *in* Vincent Dumont, Matthieu Scherman et Anne Wegener Sleeswijk (dir.), *Le pouvoir des courtiers. Univers marchand et acteurs du courtage en Europe (XIVe-XVIIIe siècle)*, Paris, Presses de l'École normale supérieure, 2018, p. 153-175, 228-231.

qu'étaient les courtiers de change et en « privatisant » les fonctions des agents de change par l'érection de leurs charges en offices non héréditaires dans l'arrêt du Conseil du 19 mars 1787, Calonne semble avoir voulu faciliter les liens entre agents de change et spéculateurs[22]. Il toléra d'ailleurs plus facilement, du moins pendant un certain temps, les marchés à terme[23]. L'idée paraît avoir été de promouvoir la spéculation sur les actions, et accessoirement de rendre encore plus intéressant l'investissement dans les papiers et emprunts d'État.

IV. LA CRISE DE 1787-1797

Ce qui confère une continuité certaine à la politique royale, une sorte de fil rouge qui traverse les règnes des différents décideurs, depuis Joly de Fleury et d'Ormesson (1781-1783), à travers Calonne et Loménie de Brienne (1787-1788) jusqu'aux derniers ministères de Necker (1788-1790), c'est le problème classique des périodes d'après-guerre : la recherche de la stabilité financière par la restructuration de la dette flottante. Du Pont de Nemours, dans un mémoire interne adressé à d'Ormesson en 1783, témoigna d'un optimisme prudent :

> « Le fond de la situation des finances n'est pas très mauvais et […] s'il ne s'agissait que de faire face aux dépenses habituelles avec les revenus habituels au moins jusqu'à la cessation du troisième vingtième [à la fin de 1786] on n'éprouverait aucune difficulté[24] ».

Le Contrôle général et ses conseillers étaient bien conscients du besoin d'effectuer des économies, mais ils voyaient surtout cette action dans l'optique de libérer des revenus existants pour les consacrer au programme d'« emprunts réguliers et successifs ». Liée à la création d'une nouvelle Caisse d'amortissement, elle devait financer le recyclage des papiers royaux, et plus généralement la dette flottante.

Le rejet du programme de réformes fiscales présenté par Calonne par l'Assemblée des notables, tenue de février à mars 1787, n'est pas généralement considéré comme un triomphe pour la politique royale, avec notamment le refus d'approuver son projet central, l'*imposition territoriale,* sous la forme préconisée par le contrôleur général. Mais d'autres projets de réforme proposés à l'Assemblée lui survécurent, et furent relevés par le successeur de Calonne,

22. T. J. A. Le Goff, « Pouvoir, courtiers et agents de change… », art. cit., p. 173-175.
23. Ce qui ne l'a pas empêché de casser une bulle sur les actions de la Caisse d'escompte, avec, cependant, quelques égards pour les spéculateurs ; Conseil, arrêts des 24 janvier et 7 août 1785.
24. AN 144AP 131, microfilm 156MI/91, dossier 4, section 11, pc. 5, mémoire secret, 1783.

Loménie de Brienne, archevêque de Sens, et l'un des acteurs principaux qui émergea de l'Assemblée. Nommé chef du Conseil royal des finances et ministre des Finances en mai 1787, puis ministre principal fin août, Loménie n'hésita pas à faire du plan des « emprunts réguliers et successifs », avec la continuation de la Caisse d'amortissement de 1784, la pièce centrale de son programme.

Malgré une sérieuse passe d'armes lors de son adoption par le Parlement en août 1787, le lancement de la première des cinq tranches prévues d'emprunts « réguliers et successifs »[25] fut bien accueilli à la fin de l'année. L'un des agents des souscripteurs, le baron de Seneffe, apprit à un proche, au début de 1788, que :

> « […] cet emprunt est fermé depuis avant-hier, ils y ont mis beaucoup de restrictions, attendu qu'ils avaient en dernier lieu pour plus de 100 millions de demandes au-delà de l'emprunt. Il n'en reste que 4 000 000 livres au Trésor royal pour être distribués par partie moindre que 10 000 livres[26] ».

L'appétit des grands emprunts n'avait pas diminué, même à cette date tardive, à un an seulement de la convocation des États-Généraux. On cherche en vain la présence maléfique des *bond vigilantes*.

Le péril est en effet venu d'un autre quartier. Depuis 1782, on avait eu un recours constant aux *rescriptions* et *billets des fermes*, allongés au besoin sous forme d'*anticipations,* pour subvenir aux dépenses au jour le jour. Or, la vente de ces effets dépendait de la santé générale du marché parisien de l'argent à court terme. Ce marché semblait se porter plutôt bien, malgré quelques flambées ponctuelles. En l'examinant de plus près pourtant, on trouve une situation moins encourageante. Grâce aux travaux de Thomas Luckett, nous possédons une série de données sur le taux d'intérêt à Paris (graphique 2)[27], mais le résultat, bien que fort intéressant, est représentatif surtout du taux obtenu par les banquiers et opérateurs ayant accès au taux d'escompte fixe pratiqué par la Caisse d'escompte. D'autres étaient moins chanceux. En février 1786, le futur agent de change Pierre-Marie Orry de la Roche, qui travaillait pour la Caisse à

---

25. On en avait prévu d'offrir des tranches de 120 millions en 1788, 90 en 1789, 70 en 1791 et 60 en 1792.

26. AN, T* 1562 2, lettre de Seneffe à J-B. Cogels, Anvers, 2 janvier 1788.

27. En comparant les taux pratiqués pour les lettres de change « à vue », avec un autre à une ou plusieurs usances, méthode bien connue des cambistes ; T. Luckett, « Credit and Commercial Society in France », résumée dans « Crises financières dans la France du XVIII^e siècle », *Revue d'histoire moderne et contemporaine*, vol. 43, n° 2, avril-juin 1996, p. 266-292 ; voir aussi Marie-Thérèse Boyer-Xambeu, Ghislain Deleplace et Lucien Gillard, « Bimétallisme, taux de change et prix de l'or et de l'argent (1717-1873) », *Cahiers de l'ISMEA. Série Histoire quantitative de l'économie française,* Série AF, n° 19-20, juillet-août 1995, et « À la recherche d'un âge d'or des marchés financiers, intégration et efficience au XVIII^e siècle », *Cahiers d'économie politique*, n° 20-21, avril 1992.

ce moment même, exprima à un correspondant son scepticisme devant le taux que son ami prétendait obtenir auprès des banquiers parisiens :

> « Je ne conçois pas en vérité comment font vos banquiers, la plupart trouvent à la vérité de l'argent à la Caisse d'escompte à 4,5, mais ce n'est jamais que pour partie de leurs engagements banquiers, ils sont obligés pour se remplir du reste, de suivre le cours. Vous pouvez juger d'après cela des bénéfices qu'ils font. Je ne les crois pas énormes[28] ».

La stabilité apparente de la courbe du taux d'escompte témoigne donc de l'efficacité de la politique de « répression financière » menée par la monarchie, mais masque une certaine volatilité. Nous savons, par nos sources lyonnaises, qu'il y a eu une longue montée fiévreuse des taux pendant toute l'année 1785, générée par le crédit peu cher et la furie de spéculation sur les actions de la nouvelle Compagnie des Indes, de la Caisse d'escompte et de la Banque de San Carlos, sorte de réédition de l'expérience de John Law à Madrid. Le *boom* commercial et financier atteignit son paroxysme à la fin de 1785 en Espagne. S'ensuivit une sorte de *credit crunch* pendant l'année suivante 1786 : crise de crédit et stagnation d'affaires culminant au plus mauvais moment, au début de 1787, celui des préparatifs de l'Assemblée des notables[29].

Les conséquences de la grande crise espagnole ressenties depuis la fin de 1785 et le début de 1786 ont peut-être suffi d'elles-mêmes à ébranler les esprits et les fortunes. À Paris, l'année 1787 débuta sous de très mauvais auspices, avec la faillite d'un quarteron des plus considérables officiers de finance du royaume, et la mise en difficulté de plusieurs autres. Ces hommes étaient personnellement responsables, selon les règles du jeu, des énormes sommes qu'ils géraient pour le compte du roi. Ils étaient particulièrement exposés à la hausse du taux d'intérêt sur le marché monétaire, pour plusieurs raisons :

– ils avaient parié gros en achetant les actions de la Banque de San Carlos, tombée désormais en état de décomposition avancée ;

– à cause de leurs investissements dans une foule de projets industriels naissants, pour lesquels ils étaient obligés de répondre aux appels de fonds à répétition ;

---

28. AD Loire-Atlantique, 101 J 080, pc. 12, lettre d'Orry de la Roche à Chaurand, 25 février 1786. Ce texte renforce donc les conclusions que nous avions tirées indépendamment de la correspondance de négociants lyonnais ; « Le financement de la participation française à la guerre de l'Indépendance et ses conséquences, L'État et la conjoncture financière des années 1780 », *in* Olivier Chaline et *al.* (dir.), *Les Marines de la Guerre d'Indépendance américaine (1763-1783)*, I. *L'instrument naval*, Paris, Presses de l'université Paris-Sorbonne, 2013, p. 344-349.

29. T. J. A. Le Goff, « Le financement de la participation française », art. cit., p. 352-354.

– ils ne pouvaient refuser, en tant que directeurs de la Caisse d'escompte, leur aide à la recapitalisation de cette institution, elle-même aux abois dans la crise financière[30].

Si de tels géants se trouvaient en difficulté, combien d'autres personnages de moindre envergure, ou mieux à l'abri, se sont-ils trouvés à la merci de telles fluctuations lorsqu'ils cherchaient preneur pour leurs billets, leurs obligations ou les papiers du roi, à un moment où le coût de l'argent avait atteint des taux records ? Le reste de l'année 1787 fut très perturbé. Les Parisiens, à court d'argent et d'espèces, se tournèrent désormais vers la province pour trouver de l'argent à court terme. En février par exemple, l'opérateur lyonnais Dubois raconta aux négociants Roux & C^ie^ de Marseille un achat massif de piastres à Lyon : « Je crois que c'est pour Paris, où l'argent trouve des emplois solides à 10 & 12 %. » Sur le marché à terme de Lyon, le papier sur Paris à vue se vendait à 6,7 % à 7,6 % en taux annuel pour le paiement des rois – fin mars, l'un des quatre grands *clearings* trimestriels pratiqués à Lyon –, taux qu'il attribuait à la décision des actionnaires de la Caisse d'escompte, le 7 février, de « trouver 80 millions en peu de temps », dont 70 millions devaient être placés en dépôt au Trésor royal[31].

Quelles furent les origines de cette mauvaise conjoncture ? Un très grand historien, Ernest Labrousse, a proposé l'existence d'un lien entre ce malaise et une crise à long terme de la viticulture française, crise résultant d'une longue tendance à la surproduction, l'avilissement du produit, l'appauvrissement des petits producteurs et la sous-consommation de masse, auxquels s'ajoutait, à son avis, une mauvaise récolte céréalière. La recherche récente ne paraît pas renforcer sa thèse[32].

Il serait sans doute hasardeux de proposer une origine unique à ce phénomène. À titre d'hypothèse, il ne serait peut-être pas déplacé de souligner

---

30. John Francis Bosher, *French Finances 1770-1795: From Business to Bureaucracy,* Cambridge, Cambridge University Press, 1970, p. 183-189 ; Marie-Laure Legay, *La Banqueroute de l'État royal. La gestion des finances publiques de Colbert à la Révolution française,* Paris, Éditions de l'EHESS, 2011, p. 229-232 ; Denise Ozanam, *Claude Baudard de Sainte-James. Trésorier général de la Marine et brasseur d'affaires (1738-1787*), Genève, Droz, 1969, p. 153-186 ; Michel Zylberberg, *Une si douce domination. Les milieux d'affaires français et l'Espagne vers 1780-1808,* Paris, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 1993, p. 301.

31. Archives de la chambre de commerce de Marseille [désormais ACCM] L IX 365, lettre de C. A. Vincent pp. P. Dubois (Lyon) à Roux frères (Marseille), 11 février 1787 ; R. Bigo, *La Caisse d'escompte, op. cit.*, p. 109-111 ; A.-D. Laffon de Ladebat, *Compte-rendu des opérations de la Caisse d'escompte, op. cit.*, p. 18-20.

32. Résumé de la question dans notre article « Le financement de la participation française… », art. cit., p. 352-353.

l'instabilité politique qui mina progressivement l'Europe continentale et sa périphérie dans la seconde moitié des années 1780, source d'inquiétude ambiante, mais aussi incitation aux États de lever des fonds. Rappelons la série de crises qui sévit alors :

– les guerres russo-turques (1787-1791) et austro-turques (1788-1790) ;

– la révolte des Patriotes aux Pays-Bas autrichiens (1787) ;

– la révolte des Patriotes dans les Provinces-Unies (1783-1787), culminant par l'invasion de ce dernier pays par les forces anglo-prussiennes en vue de rétablir l'autorité du Stadhouder, et qui provoqua l'armement partiel d'une flotte de guerre française.

Pour ne pas parler d'événements plus exotiques comme :

– les prémices de la révolte contre les Ottomans en Égypte (dès 1785) ;

– la visite rendue à Louis XVI par Tipu Sultan (août 1788), à la recherche d'appuis pour la guerre qu'il voulait entreprendre aux Indes contre les Anglais ;

– les rumeurs persistantes d'une attaque-surprise anglaise en 1788-1789.

Or, les hommes d'affaires ont montré, au fil de leurs correspondances qu'ils n'ignoraient pas ces événements inquiétants[33].

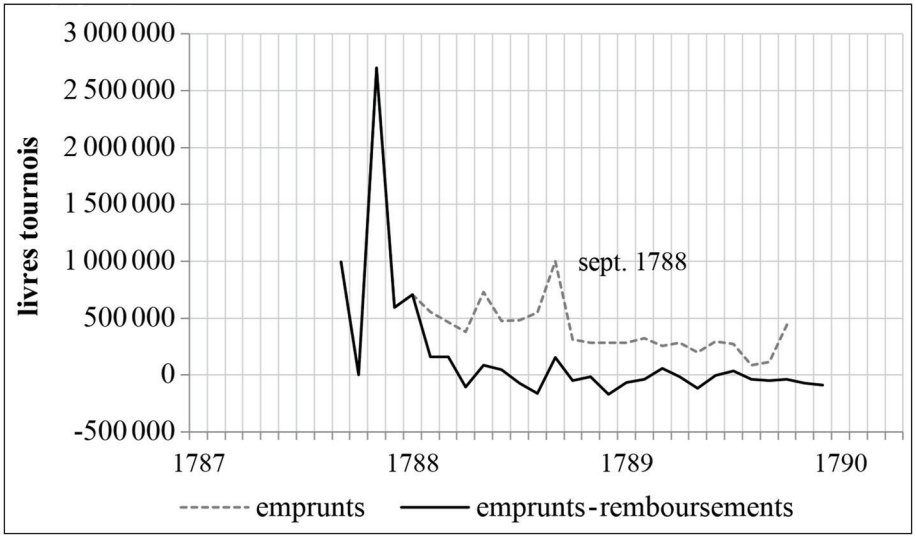
Mais surtout, on ne peut faire abstraction du rôle joué par Paris dans le marché des capitaux et les finances du roi. Nous avons évoqué plus haut l'effet euphorisant de l'injection fréquente et massive de capitaux opérée par le pouvoir sur le marché de l'argent. Or, ce flux cessa assez vite après la chute de Calonne au début du mois de mai 1787 et la forte résistance du Parlement dès l'automne de la même année. L'emprunt de fin 1787, destiné à prolonger cette action et qui devait en amorcer toute une série d'autres similaires, sera le dernier de cette ampleur en France avant la Restauration. Pire encore, dès 1788 sinon avant, les contribuables eux-mêmes, prenant prétexte peut-être des protestations des parlements, commencèrent à résister à la levée de l'impôt. Loménie, puis Necker, appelé aux affaires en septembre 1788, firent face à la pénurie par des ruses, en retardant le paiement des rentes, en réduisant les pensions et en remettant les remboursements d'emprunts ; et lorsque les « faiseurs de fonds » traditionnels – surtout les financiers liés à l'appareil fiscal de la monarchie – se mirent à faire défaut, les responsables eurent recours aux banquiers, aux opérateurs du marché parisien, auxquels ils vendaient du papier d'État et gageaient les revenus fiscaux des années à venir. Necker arriva à tenir jusqu'aux débuts des États-Généraux en mai 1789, mais le marché de l'argent parisien se rétrécit

33. Par exemple, ACCM, L IX 365, lettre de Dubois à Roux, 7 avril 1787.

et le roi trouva moins d'argent tout en le payant plus cher. Les grandes banques et les grands spéculateurs cherchaient de moins en moins souvent à emprunter de grosses sommes en déposant des effets à la Caisse d'escompte (graphiques 4 et 5). La crise se transmit aux classes populaires parisiennes par la disette monétaire[34]. La pompe fonctionnait désormais en sens inverse.

Graphique 5

Emprunts et remboursements de prêts en nantissements à la Caisse d'escompte (par mois), 1787-1791



Source : AN, MC, Ét. XLVIII 317 à 335.

Dans le contexte trouble de l'été 1787 se répandit la conscience de l'impact économique des événements politiques. Au début du mois d'août 1787 à Lyon, Dubois se lamentait ainsi : « Les affaires sont excessivement mortes ; on n'y fait rien et cela ne peut que s'augmenter jusqu'à ce que les affaires politiques auront pris un tournant déterminé, et surtout jusqu'à ce que les différends du roi avec le Parlement seront aplanis. La circonstance est bien chatouilleuse[35] ».

34. Thomas Manley Luckett, « Hunting for Spies and Whores, A Parisian Riot on the Eve of the French Revolution », *Past & Present*, n° 156, août 1997, p. 116-143.

35. ACCM, L IX 365, lettre de C. A. Vincent pp. P. Dubois (Lyon) à Roux frères (Marseille), 9 août 1787.

Avec la tentative de coup d'État montée contre le Parlement de Paris au printemps 1788 par Brienne et le chancelier Lamoignon, on commença, bien tardivement, à s'inquiéter ouvertement de la fiabilité des effets royaux à long terme et à en tirer les conséquences, car de la valeur de ces effets détenus dans les portefeuilles dépendait une bonne partie du crédit qu'on pouvait espérer obtenir auprès des marchés : « Vous me paraissez avoir une bonne idée de la tournure finale que prendront les affaires de l'État », écrivait le Lyonnais Dubois à son correspondant marseillais Roux, au début du mois d'août 1788[36]. « Je souhaite que vous ayez raison, mais si nous avions la guerre avant que les choses s'arrangeassent, c'est-à-dire avant les États-Généraux, où prendrait-on l'argent, ou plutôt comment ferait-on pour s'en passer ? Je vous avoue que je suis créancier de l'État pour beaucoup trop d'argent, et que je ne vois pas sans peine les effets royaux que j'ai, à 15 ou 20 % au-dessous de leur valeur légitime ; cet avilissement n'arriverait pas si mes craintes n'étaient qu'à moi. »

Ces craintes étaient justifiées : la semaine suivante, Loménie de Brienne réagit à la pénurie de liquidités : par l'arrêt du Conseil du 16 août 1788, il fit décréter le paiement d'une partie des dépenses courantes en bons du Trésor portant 4 % d'intérêt et mit la main sur tout ce qu'il pouvait trouver comme fonds à Paris : l'argent collecté par loterie pour les victimes de la grande et fatidique grêle du 13 juillet 1788, les fonds de la Caisse des invalides, peut-être même ceux de l'Opéra[37]. Ce n'était pas encore la banqueroute, mais l'on n'avait pas vu une chose pareille depuis 1770. Le paquet de mesures fut jugé « indispensable » par Dubois, et néanmoins « fatal » (24 août), source de « découragement » (28 août) et de « discrédit » (4 septembre).

Puis ce fut le miracle : le roi appela le banquier Jacques Necker pour remplacer Loménie de Brienne. Des courriers extraordinaires apportèrent la nouvelle à Lyon ; selon Dubois, elle « a fait le plus grand plaisir à Paris et ici […] quand on l'apprit, on s'en faisait compliment, et on s'embrassait »[38]. Mais, malgré l'euphorie d'hommes d'affaires comme Dubois, Necker, tout en restaurant le paiement des créanciers du roi en liquide, n'osa pas reprendre la suite des emprunts « réguliers et successifs » et endossa la décision de Brienne qui avait annoncé, juste avant sa chute, la tenue des États-Généraux en 1789, dans l'idée que seul un traitement de choc appuyé par une représentation nationale était capable de réformer les finances – et la dette.

---

36. ACCM L IX 365, lettre de C. A. Vincent pp. P. Dubois (Lyon) à Roux frères (Marseille), 3 août 1788.

37. Charles Gomel, *Les causes financières de la Révolution française*. 2, *Les derniers contrôleurs généraux*, Paris, Guillaumin, 1893, p. 480-484.

38. ACCM L IX 365, lettre de C. A. Vincent pp. P. Dubois (Lyon) à Roux frères, 29 août 1788.

Les États-Généraux, transformés en Assemblée nationale, garantirent à quatre reprises le caractère sacré de la dette. Mais la crise immédiate, celle qui durait depuis 1787, était le manque de liquidités ; son aspect le plus terrifiant était alors le risque d'un krach de la Caisse d'escompte. Une sortie fut offerte par la « nationalisation » des biens de l'Église de France, mis à la disposition de la Nation en novembre 1789, action moralement discutable, mais financièrement efficace, du moins pendant quelque temps. Necker, à la tête des finances jusqu'en novembre 1790, proposa la création d'une Banque nationale, sorte de Banque de France avant la lettre, qui absorberait la Caisse d'escompte, avec un privilège de 10 ans, un capital de 150 millions de livres et une émission de 240 millions, portant 3 % d'intérêt, dont 170 seraient prêtés à l'État pour couvrir les déficits anticipés de 1789 et 1790. La nouvelle Banque devait se rembourser de cet emprunt en aliénant les biens nationaux sur le marché. Jalouse du pouvoir ainsi confié à Necker, trop proche du monde bancaire, l'Assemblée, sous l'influence de Mirabeau, fit transformer le projet de Banque nationale en une simple administration, la « Caisse de l'extraordinaire », qui recevrait la valeur des ventes de biens nationaux et fournirait des assignats sur ces valeurs aux créanciers – en premier lieu desquels la Caisse d'escompte, dont les jours étaient désormais comptés.

Par touches successives au cours des mois suivants, l'assignat devint le véritable instrument monétaire du royaume. Le 29 septembre 1790, l'Assemblée lui conféra un nouveau rôle : il devenait le truchement permettant de liquider la dette non constituée de l'État par la vente des biens nationaux : la Caisse de l'extraordinaire allait la rembourser en assignats. En fait, la fondation de la Caisse de l'extraordinaire donna au nouveau pouvoir révolutionnaire la possibilité de remplacer par la création monétaire les revenus que son nouveau système fiscal, paralysé par la mauvaise volonté de la population, ne lui donnait pas.

Conclusion

La crise de la dette s'était ouverte au lendemain de la guerre de l'Indépendance américaine, et on peut légitimement se représenter toute la période suivante comme son prolongement, car les efforts de remboursement ne se prolongèrent pas au-delà de 1793. La trajectoire de l'assignat et l'inflation galopante pendant 71 mois (depuis sa création en mars 1790 jusqu'à la cessation des émissions en février 1796), ainsi que la carrière de son éphémère successeur (le mandat territorial, démonétisé à son tour le 19 juillet 1797) n'ont pas besoin d'être racontées ici.

Si, en pleine guerre et en pleine Terreur, on arriva certes à consolider toute la dette sur un *Grand Livre de la dette publique* (y compris une réduction de

toutes les rentes viagères, d'un rendement théorique allant de 8 à 10 %, en rentes perpétuelles portant 5 %), l'utilité principale de l'opération était toutefois de faciliter l'énorme décapitalisation opérée 3 ans plus tard, en 1797, par la banqueroute des deux tiers (30 septembre 1797). Par cette mesure, le Directoire, ayant tué successivement l'assignat et le mandat et rétabli l'usage du numéraire (devenu général dès juillet 1796), réduisit la dette constituée à un tiers du capital (et, par des moyens techniques, à moins d'un quart du capital total dû par l'État). Il est vrai que de nombreux rentiers – on ne saura jamais combien – étaient déjà morts ; ou alors, découragés par l'inflation galopante, ils s'étaient débarrassés de leurs titres sur le marché secondaire avant cette date.

Il est tentant de décrire cet épisode comme une sorte de frappe chirurgicale, certes moralement contestable, mais justifiée sur le long terme et nécessaire pour préparer l'avenir. Vu de près, cependant, il possède trop d'éléments chaotiques qui la font plutôt ressembler aux autres crises précédentes de la dette[39]. Arrivera-t-on un jour à retracer avec précision ses éléments quantitatifs, l'état du crédit et des rentrées de fonds de l'État en 1797 ? On peut du moins esquisser les principales étapes de l'opération. La séquence commença par une paix victorieuse, le traité de Leoben (18 avril 1797), qui mit fin effectivement à la guerre de la Première Coalition ; cette paix était néanmoins fragile, car l'Angleterre restait hostile. Si on pouvait comptabiliser la dette « flottante » au moment de cette paix, on en trouverait beaucoup aux mains des fournisseurs de la guerre qui venait de se conclure, et de leurs appuis financiers. Or, dans cette économie où le numéraire était redevenu presque le seul moyen d'échange, ces hommes avaient bien l'intention de se faire rembourser en espèces. Malheureusement pour l'État, au moment de la paix beaucoup de ses avoirs ne consistaient pas en liquide, mais en créances sur une grande partie de ses citoyens, à cause de leur réticence à régler leurs impôts depuis 1790. Mais alors que la comptabilité d'État restait encore virtuelle, encombrée par ces dettes et les différents instruments de paiement désormais caducs, ses créanciers voulaient des fonds réels. Le Directoire, craignant avec raison avoir de nouveau besoin de leurs services, n'hésita pas à leur accorder la priorité pour se faire rembourser en liquide dans les caisses des receveurs d'impôts (ce qui ne manqua pas de dégoûter beaucoup de monde), mais cela ne suffisait pas. Il fallait dégager, vite, des revenus. Le coup d'État du 18 fructidor an V (4 septembre 1797) opéré par le Directoire, avec le soutien des généraux Augereau et Bonaparte, contre une majorité dénoncée comme trop royaliste aux Conseils, prépara la voie. Trois semaines plus

39. M. Bruguière, *Gestionnaires et profiteurs de la Révolution*, Paris, Olivier Orban, 1986, p. 116-132 ; François Crouzet, *La Grande inflation. La monnaie en France de Louis XVI à Napoléon,* Paris, Fayard, 1993, p. 452-482.

tard, la rente versée aux détenteurs de l'ancienne dette constituée fut amputée des deux tiers au profit des créanciers de la nouvelle dette constituée.

Cette banqueroute était donc une mesure d'urgence, parmi d'autres, face à une crise, et, à court terme, son bénéfice fut mitigé. Elle se révéla néanmoins payante à la longue, car elle permit la mobilisation relativement facile des finances pour les guerres suivantes sous le Consulat et l'Empire, et rendit même moins douloureuse la paix avec les Alliés étrangers en 1815-1815. Au pouvoir, Napoléon avait prétendu se méfier des emprunts, et il est vrai que l'Empire n'avait ajouté que quelque 300 millions aux modestes 966 millions de dette constituée laissés sur le *Grand Livre* par le Directoire en 1799. Cependant, en faisant le tour des administrations à son retour en 1814, le baron Louis, nouveau ministre des Finances de Louis XVIII, découvrit l'existence d'une dette flottante considérable, de quelque 800 millions encourus au cours des guerres depuis 1800. Il prit le parti de s'en débarrasser immédiatement, en prélevant 70 millions sur le surplus budgétaire de 1815, 300 millions sur l'aliénation de biens communaux et des forêts de l'État, et remit le reste aux créanciers sous forme d'obligations du Trésor portant 8 % d'intérêts pour 3 ans. Ce qui laissa au pays une dette constituée de 1,272 milliard de francs[40] – bien peu de chose pourtant par rapport au milliard de livres sterling (25 milliards de francs) de la dette nationale anglaise à cette date. En 1815, la France avait donc gagné la bataille de la dette… même si elle avait perdu la « seconde guerre de Cent Ans ». Pourtant, les réparations rigoureuses imposées par les Alliés à la suite des Cent-Jours, l'expédition d'Espagne en 1823 et le « milliard des émigrés » de 1825 allaient la faire remonter bientôt à ses niveaux d'antan.

40. M. Bruguière, *La première Restauration et son budget,* p. 80-81, 252, 256.

LA DETTE AU CŒUR
DES RELATIONS INTERNATIONALES

LA CRISE DE LA DETTE ARGENTINE DES ANNÉES 1890 : UN MOMENT DE LA RÉGULATION ÉCONOMIQUE INTERNATIONALE[1]

Patrick VERLEY

Cette crise a été l'élément déclencheur ou le prélude d'une crise importante et plus générale impliquant la Grande-Bretagne et un certain nombre d'autres pays. Elle met donc au premier plan la question du rapport entre les crises de la dette, la conjoncture de l'économie internationale et les crises de pays qui en sont le centre. Les crises sont révélatrices des structures, comme disait Labrousse, en l'occurrence du fonctionnement ou dysfonctionnement du système économique international ainsi que du mode de développement des pays dits « neufs ». Ces pays – dont la population au XIX^e^ et début du XX^e^ siècles était majoritairement d'immigration européenne – sont de climat tempéré, exportateurs de produits miniers ou agricoles ; ils avaient un niveau de développement moyen ou supérieur avec une croissance rapide dans une économie relativement saine. Ils étaient les plus touchés par les dysfonctionnements de l'économie internationale, parce qu'ils en étaient les maillons les plus fragiles. La crise de la dette est donc en même temps une crise dans un processus de développement, si ce n'est une crise de développement proprement dite.

I. UN PAYS NEUF À CROISSANCE RAPIDE : RENCONTRE ENTRE UN FORT BESOIN D'INVESTISSEMENT EN ARGENTINE ET UN GONFLEMENT DE L'OFFRE DE CAPITAUX EN GRANDE-BRETAGNE

A. La croissance et la demande de capitaux

L'Argentine des années 1880 se rapprochait du modèle des États-Unis (qui avaient aussi connu leur période de crise de la dette dans les années 1840), du

1. Ce texte a été rédigé vers 2007-2009 et ne tient pas compte de la plus grande partie de la bibliographie postérieure.

Canada et de l'Australie, qui allaient être affectés par sa crise souveraine. Mais à la différence des États-Unis, dont la croissance a été fondée sur le marché intérieur, le mode de développement argentin a été tiré par les exportations, les produits animaux, dont la laine avant 1890. Ce développement a été financé par des capitaux étrangers, principalement britanniques, pour produire ces produits d'exportation largement à destination du marché britannique. La croissance argentine a été rapide, supérieure à celle des vieux pays industriels affectés par la Grande Dépression, mais également à celle des États-Unis. Elle résulte d'une immigration rapide à partir du milieu du XIX^e^ siècle, qui n'a pas empêché d'atteindre un niveau de développement élevé.

Tableau 1

PIB par habitant selon Angus Maddison (en dollars 1990)

Année	*Argentine*	*France*	*Allemagne*	*Royaume-Uni*	*États-Unis*	*Brésil*
1870	1 311	1 858	1 913	3 263	2 457	740
1890	**2 152**	**2 354**	**2 539**	4 099	3 396	772
1900	2 756	2 849	3 134	4 593	4 096	704
1910	3 822	2 937	3 527	4 715	4 970	795

Source : Angus Maddison, *L'économie mondiale 1820-1992. Analyse et statistiques*, Paris, OCDE, 1998, pp. 206-214.

Le PNB par tête augmenta en moyenne de 6,2 % par an entre 1875 et 1889[2]. Un facteur limitait néanmoins le pouvoir d'achat, différenciant l'Argentine du Canada et de l'Australie. La terre était divisée en grands domaines dont les propriétaires accaparaient les profits d'exportation, avec une faible classe moyenne rurale. Ces domaines étaient morcelés en fermes, alors qu'au Canada et en Australie, des propriétaires possédaient des exploitations de taille familiale. Mais cela n'implique pas que le mode d'exploitation agricole argentin ait été inefficace et archaïque : ce type d'exploitation permettait de produire à un coût inférieur et de s'adapter, avec davantage de flexibilité, aux variations de la demande internationale, en passant plus facilement de la culture céréalière à l'élevage, et vice-versa[3].

2. Roberto Cortés Conde, « The Vicissitudes of an Exporting Economy: Argentina (1875-1930) », *in* Enrique Cárdenas, José Antonio Ocampo et Rosemary Thorp, *An Economic history of Twentieth-Century Latin America*, vol. 1, *The Export Age: The Latin American Economies in the Late Nineteenth and Early Twentieth Centuries*, Basingstoke, Palgrave in association with St Antony's College Oxford, 2000, p. 267.

3. Carl E. Solberg, « Land Tenure and Land Settlement: Policy and Patterns in the Canadian Prairies and the Argentine Pampas, 1880-1930 », *in* D. C. M. Platt, Guido Di Tella, *Argentina, Australia and Canada. Studies in Comparative Development, 1870-1965*, Oxford, Macmillan, 1985, p. 64-65.

Jusqu'à 1880, l'Argentine était un pays d'élevage, producteur de peaux puis peu à peu de laine. Jusqu'en 1878, elle importait encore du blé[4]. Le pays n'avait alors qu'une faible importance. Son point faible était son importante dette extérieure, résultat du financement des guerres d'indépendance des années 1810, puis des guerres de délimitation de territoire avec les pays voisins et des guerres internes qui permirent d'agréger des provinces disjointes, contrôlées par de grands propriétaires qui s'opposaient au centralisme sous l'égide de Buenos Aires. Signe de cette méfiance durable, Buenos Aires ne devint capitale fédérale qu'en 1880. Cette unification tardive s'est faite d'une manière chaotique, financièrement coûteuse. La Confédération argentine, comme pays dont l'unité n'est plus contestée, n'apparut qu'en 1862 ; dès lors, le gouvernement mena une politique volontariste de développement : emprunt pour les chemins de fer et politique d'immigration. L'unification était une condition préalable pour lever des fonds à l'étranger. Dès 1860, le gouvernement de Buenos Aires avait lancé à Londres un emprunt de 2,5 millions de livres par l'intermédiaire de Baring. Il s'efforça d'attirer des immigrants ouvrant des bureaux en Europe en 1862. La loi Avellaneda de 1876 reprit les textes antérieurs et donna les mêmes droits civils aux migrants qu'aux nationaux Le gouvernement garantit un intérêt minimum aux actionnaires du *Central Argentine Railway*, société à capitaux britanniques, qui devait relier les plaines centrales, condition du développement d'une colonisation des terres et d'une mise en culture[5]. Pour les épargnants qui allaient acheter des obligations, cette garantie les transformait *de facto* en titres publics : il en sera de même pour les autres compagnies ferroviaires. L'économie fit un premier bond, mais l'unification fut de nouveau suivie d'une période de guerre : le conflit entre le Paraguay et le Brésil entre 1864 et 1870, puis les guerres contre les Indiens de Patagonie et du Chaco à partir de 1874. On a ainsi évalué le coût de la guerre du Paraguay (1865-1870) pour l'Argentine à 45 millions de pesos, mais elle fut d'autant plus aisément financée à Londres qu'elle servait les intérêts britanniques[6].

---

4. Alec George Ford, « Capital Exports and Growth for Argentina, 1880-1914 », *The Economic Journal*, vol. 68, n° 271, septembre 1958, p. 589-593.

5. Leslie Bethell, *Cambridge History of Latin America*, vol. 5, *1870 to 1930*, Cambridge, Londres, etc., Cambridge University Press, 1989, p. 657-658.

6. Cette guerre dite « de la Triple Alliance » (Argentine, Brésil et Uruguay contre le Paraguay) avait aussi des motivations économiques. Les *caudillos* paraguayens veillaient à sauvegarder leur pays de l'immixtion des intérêts étrangers – britanniques –, et à contrarier les visées expansionnistes des deux grands pays voisins. Comme les gouvernements argentin et brésilien étaient sous l'influence de la Grande-Bretagne, la défaite du Paraguay eut pour conséquence son ouverture aux capitaux étrangers et l'orientation de son agriculture vers des produits d'exportation. En contrepartie, la Grande-Bretagne accorda des prêts au gouvernement paraguayen qui vendit beaucoup de terres aux étrangers, en particulier aux Argentins qui établirent une structure latifundiaire jusqu'alors inconnue. Les chemins de fer tombèrent sous la coupe britannique.

Cette situation obligea à stopper la construction ferroviaire, et à emprunter de nouveau en Angleterre pour y acheter des fournitures militaires. La pénurie alimentaire entraîna inflation et instabilité monétaire, car le pays était en régime de monnaie papier inconvertible. Mais la guerre a aussi enrichi les éleveurs, qui ont développé leur production[7], et ce malgré les irrégularités du marché international de la laine, affecté par la crise financière londonienne de 1866 et la hausse des droits de douane américains en 1867. La production de laine était ainsi passée de 20 millions de livres en 1850 à 140 millions en 1870. Il y avait une forte demande de laine en Europe en raison de la croissance économique, de l'évolution vers des tissus de laine plus légers et moins chers, avec la fin de la domination du cardé dans la hiérarchie des qualités, et enfin du fait des épidémies frappant les ovins européens. La machine à égrateronner permettait désormais d'utiliser les toisons des pays de la Plata jusqu'alors trop sales[8]. Cela changea les conditions du marché international. Les exportations du pays connurent un *boom* avec l'utilisation des laines de la Plata dans l'industrie européenne.

Si les transports transatlantiques bon marché qui existaient dès les années 1870 en Atlantique nord eurent pour effet de casser les prix du blé sur les marchés européens, leur extension à l'Atlantique sud, qui ne pouvait manquer d'arriver à court terme, faisait apparaître une opportunité. Alors que le transport de laine, produit de valeur, pouvait se faire avec un coût du fret élevé, la production extensive de céréales et de viande que les bateaux frigorifiques pouvaient désormais acheminer vers les ports européens exigeait des transports à faible coût. Le préalable en était la construction d'un réseau ferroviaire qui allait nécessiter une énorme main-d'œuvre pour les terrassements et les ouvrages d'art, alors que le pays était peu peuplé. Une immigration massive était donc le second préalable, avant même que se pose la question de la main-d'œuvre pour mettre en valeur les terres puis pour les cultiver. L'apport massif de capitaux étrangers était le troisième préalable, mais il impliquait une capacité d'emprunt dont la condition était le raccrochage à l'étalon-or.

---

7. Walther L. Bernecker (dir.), *Handbuch der Geschichte Lateinamerikas,* t. 2, Stuttgart, Klett-Cotta, 1992, p. 697.

8. « La laine de Buenos-Ayres est assez longue, mais peu soyeuse, ce qu'explique suffisamment l'abandon des troupeaux livrés, sans abri, dans des pâturages marécageux, à toute l'intempérie des saisons. Elle est habituellement fort sale et chargée de débris de chardon […]. Le lavage, fort difficile par suite du défaut d'eaux courantes, est fort incomplet… », *Dictionnaire du commerce et des marchandises contenant tout ce qui concerne le commerce de terre et de mer*, Paris, Guillaumin et C^{ie}, t. 2, 1839, article « Laine », p. 1264.

Tableau 2
Construction ferroviaire

Année	*Longueur des voies ferrées (km)*	*Construction annuelle moyenne sur les 5 ans antérieurs (km)*
1860	39	
1865	213	174
1870	732	519
1875	1 384	652
1880	2 313	929
1885	4 541	2 228
1890	9 254	4 713
1895	14 222	4 968
1900	16 767	2 545
1905	19 682	2 915

Source : Brian R. Mitchell, *International Historical Statistics. The Americas 1750-1988*, 2e éd., New York, Stockton Press, 1993, p. 534-535.

Tableau 3
Immigration

Année	*Immigrants (milliers)*
1885	94
1886	79
1887	107
1888	139
1889	220
1890	30
1891	– 30
1892	29

Source : *ibid.*, p. 95.

Le réseau avait changé de dimension dans les années 1880. L'accélération de la construction entre 1885 et 1890 avait nécessité une poussée de l'immigration. Cela a impliqué une très forte demande de capitaux avant que les travaux soient lancés. Dans la mesure où les emprunteurs étaient des sociétés privées à capitaux britanniques pour l'essentiel, le financement – principalement obligataire – aurait pu ne pas affecter le budget de l'État, même si l'État fédéral et les provinces avaient en l'occurrence joué également les intermédiaires pour emprunter. La clause de garantie publique d'intérêt faisait porter toute la charge

financière sur l'État argentin pendant toute la période initiale où les dépenses n'étaient pas compensées par des profits d'exploitation.

Il y eut, du fait des chemins de fer, un *boom* de l'importation de capitaux dans les années 1880, avec une accélération dans la seconde moitié de la décennie. Comme les Argentins étaient surtout intéressés par le placement en terres, le capital des compagnies ferroviaires vint presque exclusivement de l'étranger durant toute la décennie[9]. Ces capitaux se répartissaient entre :

– 35 % d'emprunts publics, dont une grande part devait déjà servir à payer le service de la dette des emprunts précédents ;

– 32 % pour acheter des équipements pour les chemins de fer ;

– 24 % pour des obligations hypothécaires.

Selon John H. Williams[10], le service de la dette aurait absorbé 40 % des sommes empruntées entre 1881 et 1890. Le poids des emprunts hypothécaires était important. Il s'explique par les emprunts des immigrants pour acheter de la terre, dont le prix avait beaucoup augmenté, et par ceux des grands propriétaires, qui avaient fondé des banques hypothécaires pour leurs propres besoins. Celles-ci étaient donc caractérisées par des fonds propres faibles et des dépôts très limités : elles devaient financer leurs crédits par l'émission de bons (*cedulas)* vendus dans le pays, et surtout à l'étranger (Grande-Bretagne, Belgique et Allemagne).

B. L'offre de capitaux

L'Argentine était considérée comme un emprunteur à qui l'on pouvait faire confiance, car le gouvernement avait tout fait pour l'inspirer : il avait réalisé l'unité territoriale, cherchait à raccrocher sa monnaie à l'étalon-or et montrait sa détermination à satisfaire les éventuels prêteurs. Le pays avait été très touché par la crise de 1873. Le président Avellaneda affirma alors que le pays tiendrait ses engagements vis-à-vis de ses créanciers et qu'il y avait « deux millions d'Argentins qui dans cette situation extrêmement difficile accepteront la faim et la soif pour faire face à leurs engagements et conserver la confiance des marchés étrangers[11] ». En outre, les experts financiers considéraient l'Argentine comme un emprunteur fiable. L'éminent Robert Dudley Baxter, qui venait de publier *National Debts*, opérait dans sa communication à la *Statistical Society* de Londres en 1874 un

9. En 1913, 90 % des capitaux sociaux des compagnies étaient détenus par les étrangers : A. G. Ford, « Capital Exports and Growth for Argentina, 1880-1914… », art. cit., p. 590.

10. John H. Williams, *Argentine International Trade Under Inconvertible Paper Money 1880-1900*, Cambridge, Harvard University Press, 1920.

11. *Handbuch*…, *op. cit.*, p. 701, trad. Patrick Verley.

classement des emprunteurs selon le critère du taux d'intérêt, qu'il considérait comme une évaluation du risque pays. Il plaçait l'Argentine dans le groupe des « États emprunteurs avec de bonnes ressources, dont le crédit est bon sur le marché des capitaux ». Un fort argument soutenant ce jugement était que *The connection between a temperate climate and pecuniary thrift, and between a hot climate and pecuniary recklessness, is very clearly demonstrated. The rate of interest rises with the thermometer, but cautious investors must beware of the blandishments of the sunny south.*[12] Ainsi s'expliquaient selon Baxter les taux d'intérêt élevés et les défaillances financières de l'Espagne, de la Grèce et des États sud-américains proches de l'Équateur, alors que la Confédération argentine, située dans les « régions plus tempérées de l'Amérique du Sud », ne pouvait qu'inspirer confiance.

Le marché financier anglais, qui avait oublié les défaillances initiales, avait multiplié des relations plus récentes avec l'Argentine. Les Britanniques avaient investi dès avant 1870 dans le commerce et les *estancias* et la *London and River Plate Bank* était née en 1863, juste après l'unification. Les besoins croissants de matières premières et de produits alimentaires de la Grande-Bretagne laissaient supposer que le pays aurait la capacité de faire face à ses engagements par ses exportations de laine, puis bientôt de blé et de viande, produits indispensables pour l'industrie lainière et pour nourrir les habitants d'une Grande-Bretagne dépendante de l'étranger pour son alimentation. Le point noir restait encore l'anarchie monétaire et la multiplication d'un papier-monnaie déprécié. On avait émis de grandes quantités de pesos papier durant tout un demi-siècle pour financer les conflits entre provinces et toutes sortes de pièces circulaient, dont des pièces en argent chiliennes et boliviennes[13]. Mais le Congrès avait montré sa volonté d'en finir, et la loi de 1881 définissait le peso-or ou argent contenant 1,61 g d'or ou 25 g d'argent au titre de 0,9[14].

---

12. Robert Dudley Baxter, « The Recent Progress of National Debts », *Journal of the Statistical Society of London*, vol. 37, n° 1, mars 1874, p. 5-8. Traduction : « La relation entre un climat tempéré et la rigueur financière et entre un climat chaud et l'imprudence financière est clairement démontrée. Le taux d'intérêt croît avec le thermomètre, et les investisseurs prudents doivent se méfier de l'éclat flatteur du soleil du sud. »

13. I. Grinfeld, « Monetary Experiences of the Argentine Republic », *Political Science Quarterly*, vol. 25, n° 1, mars 1910, p. 103-122.

14. La valeur est donc égale à 0,965 $ américains et 0,918 trade dollars (monnaie frappée pour l'Extrême-Orient depuis 1873). Le peso uruguayen valait 3,87 % de plus que le peso argentin et le peso mexicain, dit « dollar mexicain », « monnaie courante de beaucoup de pays de l'Amérique du Sud », selon Ottomar Haupt, p. 338, était sensiblement plus fort (valeurs tirées de Ottomar Haupt, *Arbitrages et parités,* 5e éd., Paris, Librairie moderne J. Lecuir et Cie, 1882). De fait, un certain nombre de monnaies latino-américaines étaient fondées sur une équivalence avec le système métrique, soit un peso à 5 grammes d'argent à 9/10e de fin, soit 5 francs, H. Costes, *Notes et tableaux pour servir à l'étude de la question monétaire*, Paris, Société anonyme de publications périodiques, 1884, p. 139 et s., 187.

On parvint à la convertibilité en 1883, mais elle ne put être maintenue à partir de 1885. Il y eut alors un énorme afflux de capitaux étrangers, qui atteignirent leur maximum en 1888 et changèrent de dimension le montant des créances britanniques sur le pays. Le paiement des intérêts et l'amortissement de ces emprunts devaient être – pour la plupart – effectués en or. Seules les *cedulas* étaient libellées en pesos papier, ce qui allait avoir une grande importance.

Tableau 4

Emprunts en millions de pesos-or (1 livre sterling = 5 pesos-or)

Année	*Total*	*Public*	*Chemins de fer*	*Cedulas (emprunts hypothécaires)*	*Service de la dette*
1885	39	25	12		23
1886	68	42	16		27
1887	154	47	38	54	37
1888	248	92	89	47	50
1889	154	31	52	56	60
1890	45	11	20	14	60
Total	708	248 (35 %)	227 (32 %)	171 (24 %)	

Source : A. G. Ford, « Argentina and the Baring Crisis of 1890 », *Oxford Economic Papers*, vol. 8, n° 2, juin 1956.

Tableau 5

Créances britanniques sur l'Argentine

Année	*Créance (millions £)*
1857	2,6
1865	5,4
1875	23,1
1885	45,6
1890	174,8
1900	189,0

Source : Henry Stanley Fern, « Investment and Trade between Britain and Argentina in the Nineteenth Century », *The Economic History Review*, New Series, vol. 3, n° 2, 1950, p. 208.

Des circonstances propres au marché britannique des capitaux avaient permis cet énorme transfert. D'abord, la fermeture des débouchés traditionnels pour les capitaux britanniques disponibles, internes ou externes (États-Unis,

colonies), incitait à trouver de nouvelles directions de placements.[15] Ensuite, l'investissement en Grande-Bretagne était à un niveau très bas depuis la fin des années 1870. Cela limitait les occasions de placement, même si le financement industriel au travers des bourses de province ne concurrençait que de manière limitée l'investissement international au travers de la place de Londres.

Enfin, la chute des cours des valeurs privées avait pour effet de faire reporter les épargnants sur les titres publics selon Max Wirth[16], même si là encore il s'agissait de marchés sociologiquement différents et seulement partiellement substituables. La tendance à la baisse des prix rendait plus attractives les valeurs à revenu fixe et incitait à des comportements de prudence, comme de privilégier les fonds d'État. Comme les grands pays industriels ne procédèrent pas à des émissions publiques, passés les emprunts français des années 1870, les banquiers devaient chercher ailleurs des opportunités de placement pour satisfaire les épargnants.

De plus, le gouvernement argentin a joué de la concurrence entre banques pour obtenir les meilleures conditions. Cela a incité à développer des prêts plus risqués. Lorsqu'en 1881, Baring refusa de lancer un nouvel emprunt à Londres, un syndicat français a tenté de le remplacer pour s'imposer comme prêteur de l'Argentine. Cela a eu pour effet d'augmenter le niveau de prise de risques. Baring reprit donc en mains les emprunts argentins, même s'ils n'étaient provisoirement guère faciles à écouler sur le marché londonien, pour éviter d'être exclu, dans l'avenir, d'opérations fructueuses[17].

II. DÉSÉQUILIBRES ET FACTEURS AGGRAVANTS À LA FIN DES ANNÉES 1880 : VERS LA CRISE

A. Déséquilibre des balances commerciales et des paiements courants

Vers la fin des années 1880, un certain nombre de déséquilibres se manifestèrent – conséquence d'enchaînements inévitables qui n'étaient pas malsains

15. Desmond Christopher Martin Platt, « Foreign Finance in Argentina for the First Half Century of Independence », *Journal of Latin American Studies*, vol. 15, n° 1, mai 1983, p. 23-47. L'auteur dit que c'est le facteur *push* à partir de l'Europe et non le *pull* de l'Argentine qui explique cet afflux, p. 46.

16. Max Wirth, « The Crisis of 1890 », *Journal of Political Economy*, vol. 1, n° 2, mars 1893. Max Wirth (1822-1900) a été journaliste, puis directeur du Bureau statistique de la Suisse (1865-1873) avant de redevenir journaliste, correspondant de *The Economist* à Vienne.

17. Andrew Thomson, « Informal Empire? An Exploration in the History of Anglo-Argentine Relations, 1810-1914 », *Journal of Latin American Studies*, vol. 24, n° 2, mai 1992, p. 426.

en eux-mêmes, mais auraient nécessité un soutien continu par un afflux de capitaux nouveaux. La rupture de cet approvisionnement va déclencher une crise de solvabilité.

Les capitaux empruntés ont eu pour effet de déséquilibrer la balance commerciale ainsi que la balance des paiements courants. Les fonds empruntés servaient en effet[18] à payer en livres sterling les intérêts de la dette et, après conversion en monnaie nationale, le travail d'infrastructure – construction des voies ferrées et mise en valeur des terres. En un second temps seulement, ils servaient à acheter en Grande-Bretagne des biens d'équipement pour les chemins de fer, car il fallait réaliser les travaux de terrassement avant d'acheter des rails, puis du matériel roulant. La conséquence de ces décalages dans le temps a été un gonflement immédiat des importations de biens de consommation, dans la mesure où les revenus distribués aux travailleurs et les profits venus des exportations se transformaient en demande de produits dont une grande part était importée. Dans un pays neuf du type de l'Argentine, il y avait une importante élasticité des importations par rapport aux revenus. La propension à consommer des produits importés était alors sûrement plus forte dans les hauts revenus que dans les faibles, c'est-à-dire pour ceux qui profitaient le plus des gains d'exportation et de l'activité financière. Ensuite seulement, les commandes de matériel ferroviaire venaient s'ajouter aux importations. Les exportations, en revanche, croissaient plus lentement.

La balance des paiements courants était en outre affectée par deux autres facteurs de déséquilibre croissant. L'importation massive de capitaux à partir de 1885 se fit sous la forme d'emprunts publics (État, provinces, villes) et d'obligations privées (chemins de fer, société d'exploitation foncière, banques hypothécaires), avec une charge financière fixe qui croissait chaque année et augmentait le déficit courant. L'immigration accroissait le déficit, car les travailleurs immigrés renvoyaient une partie de leurs gains dans leur pays d'origine. Leurs remises étaient de l'ordre de 5 millions de pesos à la fin des années 1880, selon John H. Williams[19]. Toutes ces dépenses devaient être effectuées en monnaie étrangère, en sterling ou en or. La possibilité d'acquérir des sterling ne pouvait venir que des exportations ou de nouveaux emprunts à Londres. La hausse continue des exportations de 1886 à 1890 venait de l'accélération de la croissance en Europe et des anticipations optimistes des industriels acheteurs de matières premières. Ces exportations n'augmentaient toutefois pas aussi vite que les importations, car il y avait un décalage entre l'investissement en infrastructure et son effet sur la production : le déficit ne pouvait donc être soldé que par emprunt.

---

18. Pour tout ce développement, A. G. Ford, « Argentina and the Baring crisis… », art. cit.
19. *Ibid*.

Tableau 6

Des éléments de la balance des paiements (en millions de pesos-or)

Année	*Importations totales*	*Importations de biens de consommation*	*Importations de biens d'équipement*	*Exportations*	*Balance commerciale*	*Service de la dette*	*Somme*	*Importation de capitaux*
1880	46			58	+12			
1881	56			58	+2	–12	–10	+14
1882	61			60	–1	–16	–17	+25
1883	80			60	–20	–20	–40	+47
1884	94			68	–26	–28	–54	+40
1885	92	58	33	84	–8	–23	–31	+39
1886	95	68	27	70	–25	–27	–52	+68
1887	117	86	31	84	–33	–37	–70	+154
1888	128	84	44	100	–28	–50	–78	+248
1889	165	100	65	123	–42	–60	–102	+154
1890	142	86	56	101	–41	–60	–101	+45
1891	67	41	26	103	36	–32	+4	+8
1892	92	72	19	113	21			

Source : calculs d'après les données d'A. G. Ford, *op. cit.* et, pour les remises, les estimations de J. H. Williams, *Argentine International Trade Under Inconvertible Paper Money 1880-1900*, Cambridge, Harvard University Press, 1920.

Le financement du déficit a été aisé jusqu'au pic des importations de capitaux de 1888, avec un niveau qui déclina en 1889, mais permit encore de couvrir les besoins en devises. Néanmoins, en 1889 le service de la dette représentait déjà 50 % de la valeur des exportations. Puis il y eut une chute brutale, qui s'expliquait :

– d'une part, par une bulle spéculative en Europe créant un effet d'éviction ;

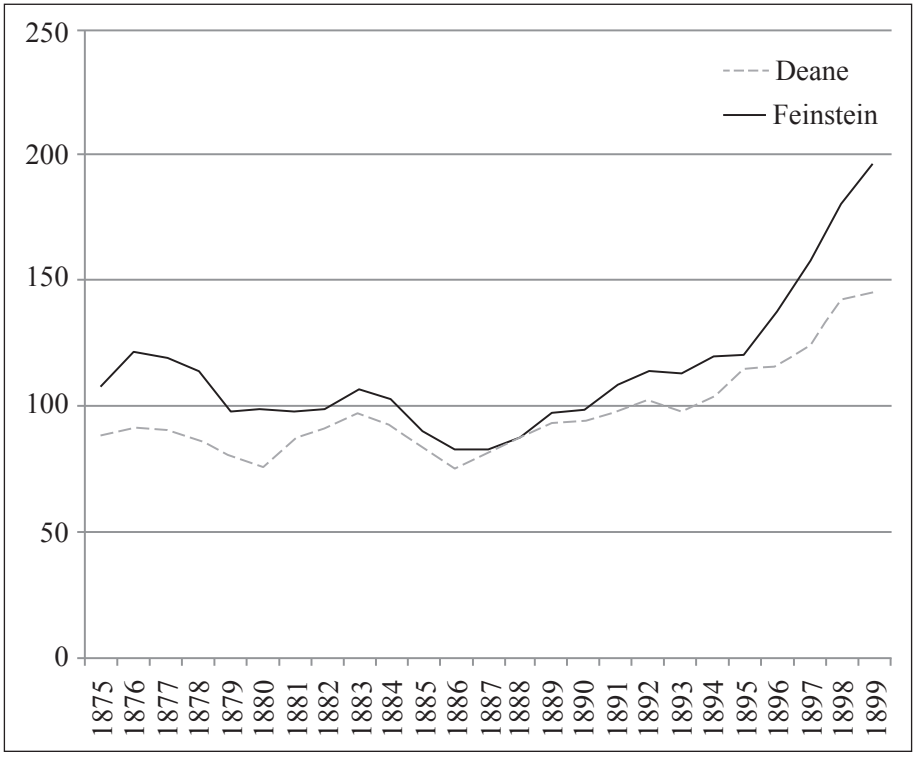
– d'autre part, par une méfiance désormais croissante envers l'Argentine, que l'on accusait d'une gestion monétaire laxiste et d'une surévaluation du prix des terres à l'origine des emprunts hypothécaires.

B. Reprise de l'investissement britannique, spéculation sur les matières premières et éviction des emprunts étrangers

Alors que la conjoncture industrielle était jusqu'alors plutôt dépressive, la reprise se manifesta en 1886 et l'investissement intérieur, jusqu'alors très déprimé malgré l'éphémère reprise de 1883-1884, redémarra après son minimum de 1885.

Graphique 1

Formation brute de capital fixe du Royaume-Uni à prix constant : estimations Phyllis Deane et Charles Feinstein (base 100 = moyenne 1856-1913)



Source : Charles H. Feinstein, *National Income, Expenditure and Output of the United Kingdom 1855-1965*, Cambridge, Cambridge University Press, 1972, p. 193.

Un mouvement de transformation des sociétés de personnes en sociétés anonymes donna beaucoup d'activité au marché financier (création de sociétés, augmentation de capital, emprunts). La reprise engendra un *rush* sur les matières premières, surtout sur les mines de métaux non-ferreux, du fait du dynamisme des activités liées aux technologies de l'électricité. À Paris, la Société des métaux tenta en 1888, avec l'aide du Comptoir d'escompte, un *corner* sur le cuivre qu'elle acheta à haut prix. Les mines d'or et de diamants sud-africaines et les nitrates chiliens faisaient aussi l'objet d'une forte spéculation.

Tableau 7

Total des capitaux investis sur le marché financier britannique pour l'investissement intérieur (en millions de £)

Année	*Total*	*Variation annuelle*
1887	98	38
1888	160	62
1889	189	29
1890	142	– 47
1891	105	– 38

Source : selon M. Wirth, « The Crisis of 1890 », *Journal of Political Economy*, vol. 1, n° 2, mars 1893.

La bulle financière se communiqua à l'Allemagne, où une vague de création de sociétés anonymes ou de transformation en sociétés fit monter les cours boursiers. Le résultat de cette bulle fut de détourner l'intérêt des capitalistes de l'Argentine, exerçant donc un effet d'éviction. La dernière grande émission argentine, en 1887, était restée partiellement dans les mains des banquiers émetteurs, Baring Brothers et Murrieta & Co., les deux maisons spécialisées sur ce pays. En 1888 encore, elles placèrent 20 millions de valeurs argentines. Fin 1888, les banquiers ne parvenaient plus à en placer, comme les 3,5 millions de livres de l'emprunt *Buenos Aires Water Supply*. En 1889, ils en vendirent seulement 8 millions.

C. Inquiétude des épargnants devant le laxisme monétaire argentin

Le gouvernement avait fait le choix d'une politique de monnaie faible. À partir de 1885, il décida que les billets seraient de nouveau inconvertibles pour 2 ans, délai qui fut ensuite prolongé. En 1887, on tenta une expérience de *free banking* sur le modèle des États-Unis : il devenait désormais possible à toute banque d'émettre des billets contre une couverture de fonds d'État garantis en or, ce qui renforça l'effet démultiplicateur de la création fiduciaire. Pourquoi ?

Cette inflation de papier arrangeait l'État, les banques, les intérêts fonciers et les grands propriétaires exportateurs. En effet, une prime sur l'or apparut, c'est-à-dire qu'il y avait concrètement une circulation papier à l'intérieur du pays servant aux règlements internes et se dévalorisant par rapport au peso-or utilisé pour les échanges extérieurs, pour payer les importations et les

dettes externes et pour percevoir la contre-valeur des exportations. En partant d'une situation de parité en 1885-1886, la valeur du peso papier diminua de 35 % en 1887 et de près de la moitié en 1890 par rapport à la valeur or. Cette double monnaie était une facilité pour les pouvoirs publics tant qu'ils pouvaient emprunter de manière continue en monnaie or à l'étranger, car cela permettait de payer les obligataires argentins en monnaie dépréciée obtenue par la fiscalité.

Les banques hypothécaires avaient besoin de création monétaire parce qu'elles avaient avancé des sommes considérables et emprunté pour ce faire en *cedulas* libellées en papier. Elles pouvaient rembourser leur importante charge financière fixe en papier déprécié même vis-à-vis des étrangers, qu'ils payaient donc avec des sommes d'or décroissantes. La dévalorisation du peso allégeait leurs charges.

L'inflation enfin et l'écart croissant entre les deux monnaies opéraient un transfert de revenu au profit de ceux qui avaient des revenus en pesos-or et au détriment de ceux qui étaient payés en pesos papier. Les grands propriétaires exportateurs, qui étaient aussi les fondateurs et actionnaires de ces banques, profitaient sur tous les tableaux. Ils vendaient leurs produits en prix or et avaient comme coûts de production des salaires et des charges de remboursement d'emprunts payés en pesos papier. En revanche, les consommateurs et industriels argentins qui achetaient des produits importés et des équipements avaient à les payer au prix fort, à un prix croissant libellé en pesos papier, sans qu'il y eût de substitutions possibles avec des produits nationaux. Les classes moyennes et populaires de villes avaient des revenus en pesos papier. À partir de 1886, les pouvoirs d'achat des salaires urbains en pâtirent ; ils subissaient aussi l'effet de l'afflux d'immigrants dont beaucoup restaient désormais en ville, ne pouvant plus accéder à la propriété de terres dont le prix s'élevait avec la spéculation foncière – celle-ci étant sans doute maintenue consciemment par les grands propriétaires fonciers[20]. Si l'écart entre le prix des exportations et le niveau des salaires était inférieur à la prime sur l'or, c'était parce que, faisant un énorme profit sur le différentiel entre les deux monnaies, les exportateurs pouvaient vendre moins cher et qu'il était impossible de ne pas augmenter les salaires devant l'énorme chute de pouvoir d'achat des salariés, même si la pression sur le marché du travail des immigrants qui arrivaient, et s'entassaient désormais en ville, s'exerçait de manière très défavorable.

---

20. R. Cortés Conde, *in* Leslie Bethell (dir.), *The Cambridge History of Latin America*, vol. 5, p. 339.

Tableau 8

Valeurs des exportations et valeurs des salaires, 1886-1994

Année	*Valeur papier des salaires*	*Valeur papier des prix des produits exportés*	*Rapport des valeurs*	*Prime sur l'or*
1886	100	100	100	100
1890	125	165	132	181
1892	138	232	168	239
1894	146	209	143	257

Source : A. G. Ford, *op. cit.*

III. UNE CRISE LIÉE À LA CONTRARIÉTÉ DES CYCLES ET À LA POLITIQUE DE LA BANQUE D'ANGLETERRE DANS LE CADRE DE L'ÉTALON-OR

La question de savoir quel a été le facteur de rupture de la bulle financière, cause de la difficulté de trouver des capitaux en Grande-Bretagne est relativement secondaire, car toute bulle finit par éclater.

En France, elle l'a fait précocement avec l'effondrement du *corner* sur le cuivre ; et plus tard à Berlin, en septembre 1889, avant d'atteindre les États-Unis et la Grande-Bretagne à l'automne 1890, puis encore l'Amérique du Sud, l'Australie, la Suisse, l'Italie, le Portugal, l'Espagne et la Grèce[21]. À Londres, les problèmes financiers de l'Argentine eurent pour résultat de faire éclater la bulle. Mais la crise argentine était aussi le résultat d'un resserrement du crédit à Londres. Au cours de l'année 1889, la Banque d'Angleterre avait déjà progressivement augmenté son taux d'escompte pour atteindre le niveau très élevé de 6 % le 30 décembre. Cela ne pouvait que limiter l'approvisionnement en capitaux non seulement du gouvernement, mais de toute l'économie argentine, et ne pouvait que freiner le commerce extérieur à un moment où l'économie d'un pays « jeune emprunteur », selon la terminologie de Kindleberger, avec une balance commerciale et des paiements courants déficitaires avait un besoin de soutien par des emprunts continus. Mais les pratiques de la Banque d'Angleterre liées au système de l'étalon-or qui s'est établi en cette fin de siècle vinrent aussi exercer un brutal effet procyclique qui précipita la crise dans les pays emprunteurs.

21. Arthur Raffalovitch, *Le marché financier en 1891*, Paris, Guillaumin, 1892, p. 117 et s.

A. Des pays neufs emprunteurs et le cycle économique des pays prêteurs du centre

Les travaux séminaux de Alec George Ford dans les années 1950 et 1960 proposent, à partir de l'exemple argentin, un schéma qui généralise le caractère inéluctable de cette rupture dans le soutien financier au moment où il est le plus nécessaire, même dans un pays neuf dont les bases de développement sont saines. La raison en est le décalage temporel de chaque processus économique. Il parvient ainsi à un cycle de l'investissement et des importations de capitaux de 15 ans ; celui-ci n'est pas compatible avec la périodicité du cycle des affaires et du marché des capitaux dans les pays prêteurs, qui était de l'ordre de 7-8 ans :

– années 1-5 : importation massive de capitaux, début de la construction d'infrastructures (1885-1889), pic des importations de capitaux en 1889 et 1910 ;

– année 6 : excès de spéculation, crise, fin des emprunts (1890) ;

– années 4-8 : retour sur investissement : l'infrastructure progresse peu à peu ;

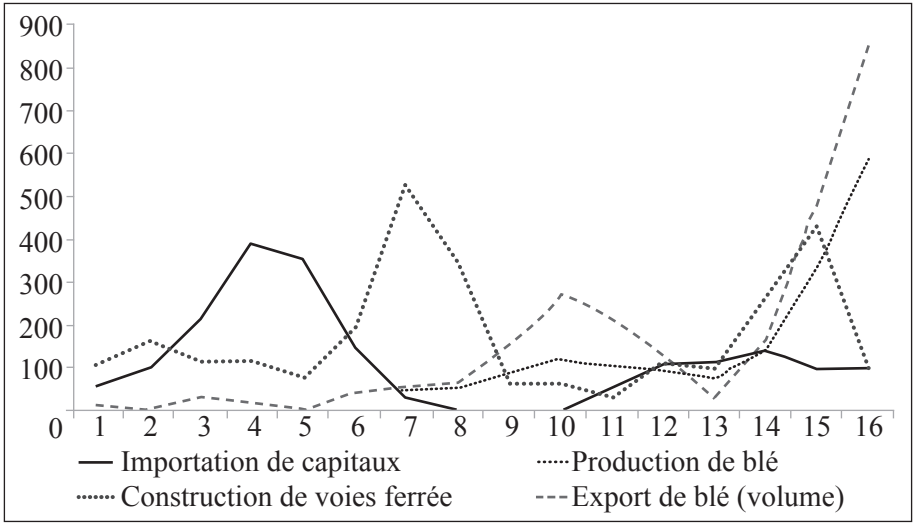
– années 7-11 : augmentation de la production ;

– année 9 : les profits recommencent à progresser ;

– années 10-14 : le renouveau des profits fait que peu à peu les prêteurs recommencent à s'intéresser au pays.

Graphique 2

Le cycle d'après Ford



Effectivement, la rupture des flux d'emprunts en 1890 mit le gouvernement argentin dans une impasse, car il n'avait plus de possibilité de payer le service des dettes, si ce n'était en achetant de l'or sur le marché libre ou des effets de commerce sur Londres à un prix croissant en papier-monnaie, c'est-à-dire en précipitant la dévalorisation du peso papier. La prime sur l'or atteignit un maximum de 365 %, avec une accélération de l'inflation et une généralisation de la crise à toute l'économie du pays. Les importations s'effondrèrent, parce que la demande intérieure se rétractait et parce que les importateurs argentins ne pouvaient ou ne voulaient plus payer, soit par manque de moyens de paiement, soit par espoir de profiter plus tard d'un meilleur change. Le résultat fut :

– la pénurie de marchandises, qui accéléra l'inflation ;

– la chute des pouvoirs d'achat populaires ;

– la chute des revenus publics qui reposaient (comme dans tous les pays à fiscalité peu évoluée) sur les droits de douane, avec un effet boule-de-neige sur les déficits budgétaires.

En fait, cet écart croissant entre dépenses en or et recettes en papier n'était pas une fatalité impossible à maîtriser, car une solution se dessinait alors : exiger le paiement des impôts en pesos-or – chose qui était loin d'être inconcevable. Ainsi, quelques années plus tard, le gouvernement nicaraguayen issu de la Révolution, qui avait émis un million de pesos de billets d'État inconvertibles, s'aperçut que leur dépréciation amoindrissait les rentrées fiscales ; il décida donc, en 1896, qu'une fraction des impôts serait payable en monnaie métallique et que soit les droits de douane seraient payés en dollars ou pesos-or, soit un droit de douane additionnel compenserait la prime sur l'or[22]. Mais ce choix aurait attaqué de front les intérêts des propriétaires fonciers et des milieux exportateurs, tout en ayant un effet brutalement déflationniste. Comme l'écrivait avec perspicacité un spécialiste en 1899 :

> « Le grand obstacle à une monnaie saine dans des pays comme l'Argentine est le fait que les classes qui bénéficient ou qui pensent bénéficier d'une dévalorisation du change ont beaucoup plus d'influence que celles qui y perdent. Les premières comprennent tous les producteurs et exportateurs de produits de base ainsi que le gouvernement en tant que percepteur d'impôts. Ils convertissent leurs exportations en or sur les marchés étrangers et vendent leur or à l'intérieur du pays contre des dollars papier.

22. Léon de Bayle, *Les emprunts extérieurs et la réforme monétaire de la République du Nicaragua*, thèse de doctorat de droit, Paris, LGDJ, 1927.

> Indirectement, ils sont donc des "*bulls*" sur l'or exactement comme s'ils spéculaient à la hausse à la Bourse[23]. »

Les banques hypothécaires étaient aussi en difficulté, ne pouvant plus trouver de moyens de paiement pour faire face au service des *cedulas* détenues par les étrangers : il fallait bien payer avec des liquidités internationales, même si les intérêts étaient fixés en pesos papier. Et c'est précisément parce que ces intérêts étaient fixés en pesos papier, en dévalorisation rapide, qu'il était impossible à ces banques d'emprunter de nouveau. Avec elles disparaissaient les sources internes de crédit. L'ensemble du système de crédit était alors bloqué parce qu'il n'y avait pas une architecture bancaire assez solide et parce que la dépendance de l'étranger pour le refinancement était forte. La grande autonomie des provinces et des villes et l'absence d'une banque forte d'émission qui aurait pu jouer un rôle de banque centrale rendaient très fragile le secteur bancaire.

Enfin, la dépendance par rapport aux maisons anglaises spécialisées sur le pays comme Baring et Murrieta n'était pas seulement au niveau des emprunts qu'elles ne pouvaient plus lever, mais à tous les niveaux puisqu'elles étaient aussi des maisons de négoce et faisaient des avances au commerce et à l'industrie du pays. La crise avait dû affecter, par le biais du crédit à court terme et par le blocage des trésoreries et du financement des transactions, l'ensemble de l'économie. La crise s'étendit à l'été 1890 avec la faillite de nombreuses entreprises. Elle se doubla d'une crise politique. Le coup d'État de juillet chassa le président en place. Le nouveau président, Pellegrini, demanda en vain à un syndicat formé par Baring, Murrieta, J.S. Morgan & Co., Stern Brothers, Morton, Rose & Co. et L. Cohen & Sons – qui avaient avantage à sauver l'Argentine parce que leurs coffres étaient pleins de valeurs invendues – de placer 10 millions de livres. Il dut alors se déclarer en cessation de paiements, tout comme les provinces et les villes.

La reprise se fit attendre plusieurs années parce que les pratiques de la Banque d'Angleterre pour protéger son encaisse avaient pour effet de développer une crise chez tous les pays exportateurs de produits primaires, par rétraction immédiate de leur demande internationale puis par une baisse durable de leurs prix. Pour cette raison, lorsque les conditions pour rétablir un solde positif de la balance commerciale argentine furent présentes avec une production et des exportations de blé en volume désormais importantes, les bas prix mondiaux du blé retardèrent la restauration des exportations en valeur.

---

23. William Ramage Lawson, *The Banker's Magazine*, vol. 68, 1899, p. 693, cité par A. G. Ford, « Argentina and the Baring crisis… », art. cit., p. 132, trad. P. Verley.

B. Les pratiques liées à l'étalon-or reportent tout le choc sur les producteurs primaires emprunteurs tout en protégeant les économies du centre

La crise argentine se répercuta à Londres où les banquiers engagés en Argentine étaient illiquides, les valeurs argentines étant impossibles à vendre. Baring suspendit ses paiements en novembre. La Banque d'Angleterre et l'ensemble des banques britanniques, craignant le pire – se souvenant sans doute de la catastrophe d'Overend, Gurney & Co. en 1866 –, sauvèrent partiellement la situation, avec un prêt de 15 millions et un emprunt d'or à la Banque de France et au Trésor russe. La maison Baring repartait quasiment de zéro, puisque le portefeuille de fonds argentins ne valait plus que la moitié de sa valeur initiale. Elle était mise en liquidation et une nouvelle banque était fondée. Pour la première fois, la Banque d'Angleterre assumait les fonctions de *lender of last resort*.

Malgré ce sauvetage, le marché financier britannique n'en était pas moins très commotionné. Le taux d'escompte, qui avait baissé au cours de 1890, remontait à partir de juin pour atteindre un maximum de 6 % en mois de novembre. Le taux d'escompte des banques commerciales, qui était en moyenne sur 12 mois de 2,85 % en 1889, monta en une moyenne de 3,88 % en 1890[24]. La politique de la Banque d'Angleterre eut pour conséquence de limiter les effets déflationnistes de la crise interne par un report brutal de l'instabilité sur les pays exportateurs de produits primaires[25], du fait de la différence de temps de réaction entre les différents processus. L'étalon-or était un système qui assurait une certaine stabilité externe en ajustant, par la baisse des prix, le mouvement de la production et le chômage. L'ajustement était toujours brutal pour les exportateurs primaires emprunteurs car les importations de capitaux étaient procycliques : elles chutaient lorsqu'on a besoin d'elles. Alors que dans les pays très pauvres, un vaste secteur agricole à basse productivité pouvant recueillir la main-d'œuvre inemployée jouait un rôle d'amortisseur, dans les pays « neufs » à niveau de développement moyen, comme l'Argentine, rien ne venait amortir la brutalité du choc.

La Banque d'Angleterre avait en effet un règlement strict limitant la création monétaire en fonction de l'encaisse or. La hausse des taux de l'escompte rendue effective par la politique d'*open market* induisait un certain nombre d'enchaînements, conditionnés par le fait que les agents économiques, qui en avaient l'habitude, les anticipaient.

---

24. B. R. Mitchell, *op. cit.*, p. 460.
25. A. G. Ford, « Bank Rates, The British Balance of Payments, and the Burdens of Adjustment, 1870-1914 », *Oxford Economic Papers*, vol. 16, n° 1, mars 1964.

Les effets monétaires

La hausse rendait plus coûteuse l'exportation des capitaux en enchérissant les nouvelles émissions étrangères. Elle rendait les épargnants pessimistes ou plutôt attentistes, car ils savaient que la conjoncture reprendrait. Les émissions nouvelles devenaient impossibles, donc le refinancement des pays endettés l'était aussi et les maisons spécialisées, sans liquidités, étaient incapables de faire des avances. Il n'était pas possible pour les emprunteurs de trouver une solution en s'adressant en France ou en Allemagne, parce que, contrairement à la théorie, les banques centrales de ces pays suivaient la Banque d'Angleterre[26]. Les banquiers étrangers envoyaient néanmoins aussitôt des capitaux à court terme à Londres pour profiter de la hausse des taux d'intérêt. Ces transferts amorçaient déjà un processus de rééquilibrage.

Les effets sur l'économie réelle

Il y a eu un effet général de déflation tendant à déclencher une crise économique intérieure, mais l'intensité en était différentielle selon les secteurs, parce que le *timing* différait selon les cas.

Ainsi, les importations britanniques autres que de produits manufacturés venus des autres grands pays industriels ou alimentaires (blé, thé, vin, eaux-de-vie, viande, café, sucre…), dont la demande était rigide, furent très affectées, pour plusieurs raisons :

– les négociants et industriels avaient des stocks de matières premières sur lesquels ils pouvaient vivre ;

– ils avaient besoin de liquidités ;

– le prix du crédit s'élevait.

Que le crédit portât sur les importations ou sur les exportations, sa source était à Londres. En outre, négociants et industriels anticipaient un ralentissement ou une crise, avec une réduction de leurs besoins. Comme la Grande-Bretagne était le premier importateur de matières premières industrielles au monde et qu'elle centralisait en outre un certain nombre de marchés de matières premières qu'elle réexportait, l'effet était brutal sur tous les exportateurs primaires. La contraction des importations en valeur était d'autant plus forte que la baisse de la demande en volume se doublait d'une baisse des prix, car ces produits

26. Arthur I. Bloomfield, « Short Terms Capital Movements Under the Pre-1914 Gold Standard », *Princeton Studies in International Finance*, n° 11, 1963.

étaient à forte élasticité des prix par rapport à la demande. La baisse des prix affectait également les produits alimentaires de base à demande rigide comme le blé. Selon les produits, l'effet pouvait varier sur chaque exportateur primaire. Mais une baisse moyenne de 5 à 10 % des importations primaires britanniques entraîna pour certains pays une chute de 30 % de leurs exportations.

En revanche, les exportations en volume pouvaient tenir mieux à court terme, bien qu'elles demandassent aussi à être financées, car les industriels, pour éviter des difficultés de trésorerie, liquidaient leurs stocks de produits manufacturés en étant disposés à réduire leurs prix. Les exportations en valeur étaient donc affectées. Les effets amplificateurs du cycle par les variations de stocks étaient très importants au XIX^e^ siècle. Les contemporains ont insisté dessus et Ralph G. Hawtrey en fit encore, au début du XX^e^ siècle, le mécanisme principal des fluctuations économiques[27]. La relative résistance des exportations britanniques globales n'était pas contradictoire avec la chute brutale des importations argentines qui ne pouvaient plus être financées, car l'Argentine n'était qu'un très petit marché parmi d'autres pour les produits manufacturés britanniques, vendus principalement dans les grands pays industriels, moins affectés par la crise et dont la demande jouait un rôle d'amortisseur. En 1890, la balance commerciale britannique affichait un déficit inférieur à celui de 1889. En revanche, à partir de 1892, les exportations subirent le choc des crises dans les pays importateurs. Mais les exportations de services britanniques – principalement les revenus de la marine marchande, du négoce et des assurances – étaient beaucoup plus rigides, même si la rétraction du commerce affectait la valeur du fret. En revanche, les revenus des placements et investissements extérieurs étaient touchés par les insolvabilités des emprunteurs. Finalement, avec la baisse des importations, le résultat était plutôt de favoriser, à court terme, en 1890[28], un plus fort excédent de la balance des paiements courants britanniques avec un effet positif sur le change de la livre sterling.

Les valeurs des importations et exportations et de la balance A sont celles relevées par Brian R. Mitchell dans les statistiques du commerce britannique. Celles de la balance commerciale B, corrigées, et de la balance des paiements sont les estimations d'Albert H. Imlah.

27. Gottfried von Haberler, *Prosperity and depression*, Genève, League of Nations, 1938.
28. À défaut de données mensuelles, l'utilisation de données annuelles masque souvent les retournements conjoncturels au cours de l'année.

Tableau 9

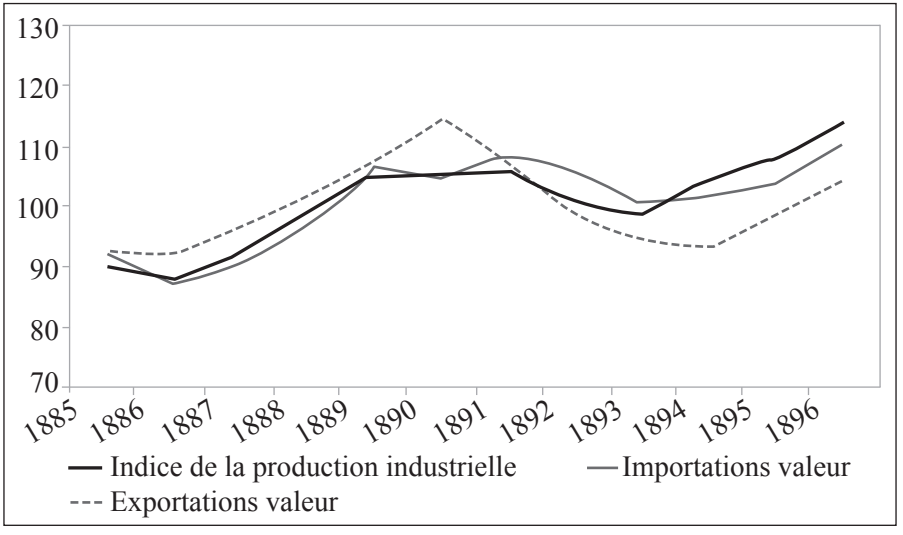
Éléments de la balance des paiements courants britannique (en millions de £)

Année	*Importations en valeur*	*Exportations en valeur*	*Réexportations*	*Balance commerciale A*	*Balance commerciale B*	*Balance des paiements courants*
1885	371	213	58,4	–99,6	–98,5	62,3
1886	350	213	56,2	–137	–79,5	78,9
1887	362	222	59,3	–140	–78,5	87,7
1888	388	235	64	–153	–85,9	91,9
1889	428	249	66,7	–179	–105	80,9
1890	421	264	64,7	–157	–86,3	98,5
1891	435	247	61,9	–188	–122,1	69,4
1892	424	227	64,4	–197	–128,9	59,1
1893	404	218	58,9	–186	–124,6	53
1894	408	216	57,8	–192	–131,5	38,7
1895	417	226	59,7	–191	–126,5	40
1896	442	240	56,2	–202	–137,9	56,8

Source : calculs d'après les données de B. R. Mitchell, avec la collaboration de Phyllis Deane, *Abstract of British Historical Statistics*, Cambridge, Cambridge University Press, 1962, p. 483 ; et d'après les données d'Albert Henry Imlah, *Economic Elements in the Pax Britannica*, Cambridge, Harvard University Press, 1958.

Graphique 3

Activité en Grande-Bretagne



Source : d'après les données de B. R. Mitchell, *op. cit.*

Quant à la production industrielle, elle s'arrêta peu à peu de croître avec la hausse du coût du crédit à court terme et la stagnation de la demande, mais sans crise immédiate. À la différence de la trésorerie des entreprises, l'investissement industriel dépendait peu du marché des capitaux, du fait de l'autofinancement massif, et les industriels n'arbitraient pas entre la rentabilité escomptée de l'investissement dans leurs entreprises et la rémunération de l'argent. Leurs anticipations permettaient ainsi d'orienter la conjoncture industrielle. En cas de crise mineure, la balance des paiements était rapidement rééquilibrée par les effets monétaires et par la réaction des importations et des exportations, donc les pertes d'or par la Banque d'Angleterre se transformaient en rentrées et il était possible de détendre les taux. Les industriels adaptaient leurs comportements à ce scénario cyclique qu'ils connaissaient, et après avoir fonctionné au ralenti quelques mois, ils reprenaient leurs comportements antérieurs. S'il s'agissait d'une crise grave, avec des rebondissements internationaux – comme en 1890 –, il y avait un temps de décalage avant une vraie chute de la production industrielle. L'industrie britannique se maintint au niveau maximum de 1889 durant 3 ans, puis ralentit au cours de l'année 1892 et la reprise se fit dès 1893. La crise ne toucha donc l'industrie que de manière tardive et amortie.

C. Dépression mondiale et durée de la crise de l'économie argentine

Le résultat fut une crise mondiale, affectant particulièrement deux types de pays, souvent les mêmes : les pays endettés et les exportateurs primaires (Portugal, Brésil, Chili, Grèce, Australie). Une banqueroute financière et une révolution eurent ainsi lieu au Portugal et au Brésil. Au Chili, une guerre civile éclata, au terme de laquelle le président Balmaceda, qui avait tenté une politique de « chilénisation » des nitrates, se suicida en 1891 alors que le pouvoir était pris par la marine chilienne, soutenue par l'Amirauté britannique qui favorisait les intérêts des capitalistes anglais. L'Italie connut aussi une crise économique, et le Portugal une banqueroute financière. Dans toute cette chaîne d'événements, il y eut des mécanismes de contagion, réels ou psychologiques. Ainsi, dans les pays voisins de l'Argentine, la crise eut des répercussions, comme en Uruguay, qui avait profité d'un afflux de capitaux étrangers à la fin de la décennie 1880. Il semblerait que les capitaux argentins se soient retirés brutalement[29]. Sans entrer dans la question du rapport ou de l'indépendance entre les événements

29. *Handbuch der Geschichte Lateinamerikas*, t. 2, *op. cit.*, p. 693.

politiques et les crises financières, l'ensemble de ces troubles découragea les épargnants, et le taux d'escompte tomba très bas sans ranimer les marchés de capitaux.

Les prix mondiaux des grands produits agricoles baissèrent. La baisse des prix entraîna la baisse des valeurs exportées, car passée la chute de 1890, les quantités exportées se maintinrent au niveau de la seconde moitié des années 1880.

Le prix des céréales importées en Grande-Bretagne baissa de l'indice 134 au maximum de 1891 à un minimum de 93 en 1896[30]. Le prix de la laine importée, qui valait 14 pence la livre en 1881, passa à 10,3 pence en 1890 et à 8,0 pence en 1897. Ce fut davantage le mouvement des prix que celui des volumes qui affecta les importations britanniques et mit durablement en difficulté les exportateurs primaires. Ainsi, en Argentine, les problèmes financiers et monétaires trouvèrent assez rapidement une solution ; mais si la production se remit à augmenter, il fallut pourtant attendre 10 ans pour que le commerce extérieur ait effacé le contrecoup de la crise.

La circulation papier fut stabilisée en 1893. En mars 1897, l'Argentine reprit avec un an d'avance le service et l'amortissement de sa dette. La loi de conversion de 1899 définit de nouveau un peso-or convertible, qui allait ensuite rester stable et jouir d'une grande confiance internationale. Mais la baisse des prix des exportations entraînait une spirale de dépression. Les faillites et la baisse du prix de la terre signaient la fin de la bulle spéculative foncière, avec une situation critique pour toutes les banques hypothécaires dont la valeur des gages ne pouvait couvrir les sommes prêtées.

Mais malgré une situation productive saine (après la mise en exploitation de nouvelles terres, les exportations de blé passèrent en effet de 179 000 tonnes en 1888 à 1,6 million de tonnes en 1894), la balance des paiements ne se redressa que lentement, parce que les prix des produits exportés furent à la baisse jusqu'au milieu des années 1890. L'agriculture argentine se trouvait pourtant dans une situation plutôt meilleure que celle des autres producteurs céréaliers, car les coûts de transports de l'exploitation au port d'importation en Europe lui permettaient d'y vendre moins cher que les producteurs nord-américains ou russes[31]. Les exportations en valeur ne finirent par décoller qu'à partir de 1898. Après cette crise, l'importation de capitaux étrangers allait être négligeable jusqu'en 1904, puis reprendre fortement jusqu'en 1912. On abordait alors un nouveau cycle.

---

30. B. R. Mitchell, *Abstract of British Historical Statistics, op. cit.*, p. 476.
31. Robert René Kuczynski, « Freight-Rates on Argentine and North American Wheat », *Journal of Political Economy*, vol. 10, n° 3, juin 1902, p. 359-360.

En Argentine, cette crise ne toucha toutefois que le secteur exportateur (agriculture extensive et négoce). Elle permit, durant la décennie 1890, une orientation vers un démarrage industriel, selon un mécanisme qui allait se reproduire plus tard durant des crises ultérieures comme celles des années 1930. Au niveau du PNB, la crise se ressent fortement entre 1889 et 1892, avec une baisse de 3,5 % par an[32]. Mais ensuite, la croissance générale compense la crise du secteur exportateur.

Les mêmes causes produisirent les mêmes effets dans d'autres pays où l'abondance de capitaux avait favorisé la spéculation foncière et qui, exportateurs primaires de produits agricoles de la zone tempérée, avaient été durablement affectés par la baisse des prix mondiaux. Les colonies de Victoria et de Nouvelle-Galles-du-Sud avaient été l'objet de spéculations sur les terrains par des sociétés de construction et des banques hypothécaires[33]. En mars 1892, la situation à Melbourne était mauvaise, car tous les terrains sur 10 km avaient été achetés pour construire des logements pour 10 millions d'habitants dans une ville qui en comprenait un million. Les sociétés de construction ont fait faillite les premières. La crise bancaire et financière australienne et néo-zélandaise éclata en avril 1893. En 2 mois, se déclarèrent 14 faillites de banques immobilisées dans des terrains ou dans des prêts hypothécaires[34], ne laissant debout[35] que trois grandes banques. La brutalité de cette crise a été accrue par quatre facteurs aggravants :

– aucune banque d'émission émettant des billets ayant cours légal ne pouvait refinancer le système ;

– la multiplication des succursales bancaires avait suscité une concurrence par les taux d'intérêt sur les dépôts bancaires, rendant les ressources coûteuses ;

– il n'y avait pas de marché financier australien, ce qui avait contribué à rendre illiquides les banques et les ménages qui ne pouvaient vendre leurs valeurs ;

– enfin, à en croire Raffalovich, les banques cherchant une rémunération élevée, correspondant au coût de leurs ressources, avaient composé leurs portefeuilles avec des valeurs rares et difficiles à vendre.

---

32. R. Cortés Conde, *op. cit.*, p. 267.
33. Pour tout ce développement, A. Raffalovich*, Le marché financier en 1893-1894*, Paris, Guillaumin, 1894, p. 303-313.
34. A. Raffalovich en donne la liste avec le capital, les dépôts et le nombre d'agences.
35. *Ibid.*, p. 39.

La crise australienne, qui se conjugua avec une grave crise aux États-Unis, se fit ressentir à Londres sur la Banque d'Angleterre, qui dut augmenter son taux d'escompte[36].

Conclusion

Les crises souveraines des pays périphériques au XIX^e^ siècle révèlent toutes une fragilité financière et monétaire qui résultait de l'héritage des dettes occasionnées par les dépenses politiques et militaires engendrées par la formation de leurs territoires et de leur unité politique. Cette charge initiale les a condamnés à des périodes de cessation de paiements parfois très longue (le Honduras doit en avoir le record, avec plus de 80 ans de défaillance entre le début du siècle et 1913). Mais il serait erroné d'accuser seulement l'imprévoyance, l'incompétence et la corruption de leurs dirigeants et l'instabilité de leur vie politique. Les banquiers européens ont orienté leurs prêteurs nationaux en toute connaissance de cause vers des titres qu'ils pensaient prometteurs, car le pays avait une ressource qui devait permettre de financer le service de la dette, comme le guano péruvien ou les grands produits agricoles et miniers argentins, chiliens et brésiliens. Ces banquiers fournissaient les crédits qui servaient à acheter en Angleterre les produits industriels qu'ils fournissaient en tant qu'intermédiaires, gagnant sur les deux tableaux. Mais des pays comme l'Australie ou la Nouvelle-Zélande connurent aussi les mêmes crises, alors qu'ils n'étaient obérés par aucune charge financière initiale d'origine politique et militaire. Ils étaient en revanche des pays en développement, exportateurs primaires, et donc affectés par le décalage entre les cycles du centre de l'économie internationale et de sa périphérie.

La crise de 1890 permet de formuler quelques hypothèses sur le fonctionnement de l'économie internationale qui semblent pertinentes pour d'autres crises souveraines de ce type de pays :

– la conjoncture des pays exportateurs primaires emprunteurs est déterminée par celle des pays prêteurs, et non l'inverse. Les variations de leur conjoncture interne dépendent de leur balance des paiements, et donc beaucoup des flux de capitaux, ce qui conforte l'idée que le cycle conjoncturel des pays du centre est communiqué à la périphérie. Ainsi, les importations de capitaux en Argentine suivent le mouvement des exportations globales des capitaux britanniques, et non l'inverse. Les exportations de capitaux britanniques, qui ont le rôle moteur, étaient-elles à court terme le résultat des fluctuations d'un

36. A. Raffalovich, *op. cit.*, p. 13.

investissement autonome en Grande-Bretagne, ou bien contribuaient-elles à l'expliquer ? Ce débat, classique, se tranche en général par la première réponse ;

– ainsi que l'a démontré Alec G. Ford, le cycle des importations de capitaux induit chez les exportateurs primaires un cycle conjoncturel contrasté du fait d'un ensemble de décalages entre investissement infrastructurel, production et passage à l'exportation ;

– la politique de la Banque d'Angleterre amoindrit les effets déflationnistes de la crise dans son pays par un report brutal et durable de l'instabilité sur les pays exportateurs de produits primaires.

LES NÉGOCIATIONS FRANCO-SOVIÉTIQUES SUR LES EMPRUNTS RUSSES

André Straus

Introduction

La question des emprunts russes en France a presque acquis un statut de mythe. Un siècle après la révolution russe, l'image du petit épargnant spolié reste vivace dans l'imagerie populaire. Elle a fini par occulter la quasi-disparition du rentier traditionnel que l'inflation a réalisé dans la première moitié des années 1920 lorsque dans de nombreux pays – et pas seulement en France – la dépréciation monétaire a largement amputé, voire fait disparaître, la valeur de la dette publique. Le sujet a été abondamment traité et il ne peut être question de recenser ici les travaux qui lui ont été consacrés. On pourra toutefois se référer à l'ouvrage récent de Kim Oosterlinck, qui les mentionne, et qui ajoute à des faits relativement bien connus une intéressante analyse financière faisant appel à l'économétrie[1].

La répudiation des dettes du régime tsariste en 1918 et les tentatives de règlement auxquelles elle a donné lieu doivent être resituées dans le contexte économique, financier et politique plus large de l'après-guerre.

À la fin de la guerre, toute une partie de l'Europe est sinistrée[2]. Elle a perdu 8 millions et demi d'hommes appartenant presque tous aux générations actives. Les États les plus touchés sont la France, l'Allemagne et la Russie. Le manque de main-d'œuvre, l'insuffisance des moyens de production, les coups portés à l'agriculture (par le manque d'hommes, d'engrais et la dévastation de certains terroirs), à l'industrie (par l'usure du matériel, l'épuisement des stocks de matières premières et la pénurie de charbon) ainsi qu'aux transports plongent l'Europe dans la crise. La sous-production domine alors, obligeant

1. Kim Oosterlinck, *Hope Springs Eternal. French bondholders and the Repudiation of Russian Sovereign Debt*, New Haven & Londres, Yale University Press, 2016.

2. Voir par exemple Gerd Hardach, « The First World War, 1914-1918 » et Derek H. Adlcroft, « From Versailles to Wall Street », *in* Wolfram Fischer, *History of the World Economy in the Twentieth Century*, Oakland, University of California Press, 1977. Et bien sûr John Maynard Keynes, *Les Conséquences économiques de la paix*, Paris, Édition de la Nouvelle Revue française, 1920.

l'Europe à faire appel aux ressources des autres continents pour reconstituer son outillage et s'approvisionner en matières premières. Mais ses achats sont rendus difficiles par la crise financière. La dette publique a en effet augmenté de toutes parts dans des proportions considérables : elle a ainsi été multipliée par 6 en Italie depuis 1913, par 7 en France, par 10 en Grande-Bretagne et par 20 en Allemagne.

La crise européenne se double d'une crise des institutions libérales et démocratiques, contestées par des idées nouvelles venues d'horizons opposés. Communisme et fascisme se développent sur fond de crise sociale et d'exaspération des nationalismes. En même temps s'affirme cependant une conception nouvelle des rapports internationaux, déjà en germe avant 1914, mais qui prend une orientation nouvelle et élargie à la suite du premier conflit mondial, et qui peut être illustrée par l'idéal wilsonien.

La crise de l'Europe remet en question la prépondérance qu'elle exerçait sur le reste du monde et la vitalité des impérialismes est menacée par l'apparition, dans les régions qu'ils dominaient, de l'espoir d'échapper à leur mainmise. Ces aspirations à l'émancipation sont encouragées par la diffusion des idées wilsoniennes et par la doctrine communiste qui, avec la création de l'Internationale communiste, met à l'ordre du jour la lutte contre l'impérialisme colonial ou semi-colonial. Les deux influences, américaine et russe, vont également avoir leur part – qu'il ne faut toutefois pas exagérer – dans les mouvements d'émancipation qui ébranlent les empires européens en 1919 comme en Inde ou en Égypte, en Afrique du Nord ou en Libye, et surtout en Chine ou au Proche-Orient. La conférence de paix de Paris va donc, dans un monde profondément bouleversé, tenter de résoudre les questions les plus cruciales. Elle va être l'occasion de voir apparaître les dissentiments entre les vainqueurs.

Après la Révolution, les nationalisations des entreprises en Russie ne se font que très lentement à partir de l'institution du contrôle ouvrier par le décret du 14 novembre 1917. Parallèlement, la propriété privée est atteinte dans un autre domaine. Le 14 janvier, un décret du Sovnarkom répudie les dettes du régime précédent. Cette fois-ci sont aussi touchées les banques qui ont gardé dans leur portefeuille des titres d'emprunt, comme les banques anglaises, et surtout les classes moyennes dans leur épargne, notamment en France. La répudiation des dettes contractées par le régime tsariste n'éclate pas comme un coup de tonnerre dans un ciel serein : l'idée de la possibilité de cette répudiation avait été émise déjà depuis des années de divers côtés. Après la Révolution de mars 1917, la presse russe libérale, démocrate et socialiste exige la répudiation des dettes du tsar. Elle brandit les avertissements donnés naguère au capital étranger.

Elle évoque de nombreux précédents historiques. Elle souligne que la Convention avait déchiré les traités politiques signés par les rois de France, et répudié la dette nationale de l'ancien régime. Elle explique qu'en 1905 la Révolution russe avait été écrasée par le tsar grâce aux milliards prêtés par la France.

Les premières mesures, nationalisations et répudiation des dettes sont prises sans qu'intervienne un décret général ou un plan concret. Joseph Noulens, ambassadeur de France en Russie, écrit ainsi :

> « Vers le milieu de novembre 1918, le bruit courait déjà que les commissaires du peuple avaient l'intention de renier les engagements financiers contractés par l'État russe sous le tsarisme. Une très vive émotion était signalée, comme conséquence de cette nouvelle, sur les places de Paris, de Londres et d'Amsterdam, dont la clientèle si nombreuse de souscripteurs aux emprunts russes se voyait menacée de spoliation.
>
> Dès le 23 novembre paraissait dans la Novaïa Jizn, sous la signature d'un bolchevik de marque nommé Larine, un projet dont les dispositions essentielles étaient celles que devait reproduire, quelques semaines plus tard, le décret prononçant l'annulation de tous les emprunts conclus ou placés à l'étranger. Le texte de Larine était accompagné d'un commentaire que je reproduis ci-dessous, comme spécimen de l'effronterie candide qui est dans la manière propre aux bolcheviks.
>
> Les emprunts russes sont placés principalement en Angleterre, en Allemagne et en France, et, actuellement, c'est le moment le plus favorable pour les supprimer. Les capitalistes de ces pays sont tellement affaiblis par cette longue guerre et par le mécontentement populaire qui en est la conséquence, qu'ils ne seront pas capables de faire la guerre à la Russie uniquement parce que nous aurons annulé les emprunts étrangers.
>
> La statistique montre que ces emprunts sont placés, principalement, entre les mains des capitalistes. Quant à la partie de nos emprunts qui, surtout en France, est placée entre les mains de petits propriétaires, les capitalistes français n'auront qu'à ouvrir leur bourse et prendre à leur compte le remboursement des petits porteurs. Ce sera pour les capitalistes français un châtiment parfaitement mérité pour leur guerre, et, s'ils essaient de s'y soustraire, les petits propriétaires les chasseront de leurs places et se payeront eux-mêmes sur leur dos.
>
> L'annulation des emprunts étrangers de la Russie est une des conditions les plus naturelles et les plus obligatoires de la paix.
>
> La France, nul ne l'ignore, avait, plus que tout autre pays, en souscrivant aux emprunts russes, fait les frais de mise en valeur du territoire de

> l'empire, notamment par la construction des chemins de fer. Ces émissions approuvées et encouragées par l'État français avaient eu un succès populaire qui aurait dû entrer en considération auprès d'un gouvernement socialiste. La créance française, évaluée alors à une douzaine de milliards, était répartie entre des millions de petits épargnants[3]. »

L'annulation des emprunts a entre autres conséquences de dresser les porteurs français contre leur propre gouvernement, rendu responsable des encouragements qu'il avait prodigués aux investissements en Russie, ce que ne manqueront pas de leur rappeler les Russes. Il faut ici garder en mémoire la propagande organisée par l'État tsariste en direction des épargnants français à travers la presse française. Arthur Raffalovitch a décrit cette action dont il a été responsable dans l'ouvrage qu'il a publié en 1931 sous le titre *L'Abominable Vénalité de la presse*[4]. Raffalovitch a distribué 6,5 millions de francs entre 1900 et 1914, de manière à assurer le succès du placement des emprunts russes dans le grand public. La distribution des fonds s'est faite avec l'accord des gouvernements français et de concert avec de grandes banques françaises comme la Banque de Paris et des Pays-Bas et le syndic des agents de change. L'argent est distribué à une centaine de bénéficiaires, courtiers, rédacteurs financiers, directeurs et une quarantaine de journaux, parmi lesquels aussi bien des titres d'opposition de gauche, comme *La Lanterne*, *Le Rappel* ou *Le Radical*, que des organes modérés comme *Le Temps* ou *Le Figaro*, ou des journaux d'information comme *Le Petit Journal* ou *Le Petit Parisien*[5].

L'attitude du gouvernement français semble tout d'abord donner raison à Larine. Le gouvernement français prend en effet à son compte le paiement des échéances de la dette russe, action qui n'innove en rien, puisqu'elle ne fait que prolonger l'attitude adoptée pendant la guerre. Le 2 février et le 4 octobre 1915 en effet, le gouvernement français avait autorisé l'ouverture d'avances financières au gouvernement russe pour payer, entre autres, les coupons russes en France. Le ministre des Finances, Klotz, prend devant la Chambre, le 31 janvier 1918, l'engagement de payer ces coupons, sans lui fixer de durée. La masse des intéressés n'a donc pas de motif pour s'inquiéter dans l'immédiat de la situation. Cette énergique prise en main des intérêts français en Russie

---

3. Joseph Noulens, *Mon ambassade en Russie soviétique (1916-1919)*, Le Quay, Édition Michel de Maule, 2017, p. 147-149.

4. *L'Abominable Vénalité de la presse (correspondance d'Arthur Raffalovich, d'après les documents des archives russes 1897-1917)*. Cette correspondance avec le ministère des Finances russe avait d'abord été publiée dans *L'Humanité* du 5 décembre 1923 au 30 mars 1924.

5. Le scandale que suscita ce livre au début des années 1930 conduisit en 1935 au vote par le Parlement à l'unanimité de la loi Brachard qui instituait un statut de journaliste professionnel.

par le gouvernement ne dure guère, l'emprunt suivant ne tient plus compte des engagements pris par le ministre des Finances et aucune mesure nouvelle n'intervient. Lors des propositions de paix qu'il lance dès la fin de l'année 1918, le gouvernement soviétique tire argument de la situation difficile dans laquelle se trouvent les porteurs pour faire miroiter la possibilité d'un règlement en leur faveur. En réalité, si le gouvernement français a pris l'affaire en main, c'est qu'il escompte la fin prochaine des désordres russes. En 1918, il espère la victoire prochaine des forces blanches qui ont fait savoir qu'elles respecteront les engagements pris par les gouvernements antérieurs. Ces espoirs français s'effondrent à l'automne 1919 avec le recul sur tous les fronts des armées blanches. Désormais, le dédommagement des intérêts, qui est passé à l'initiative gouvernementale, dépend du retour à de meilleurs sentiments du gouvernement de Moscou. Aussi Millerand fait-il du règlement des dettes un préalable qu'il oppose à toutes les tentatives entreprises pour engager le gouvernement français dans des négociations avec les Soviets.

La Révolution russe a eu comme première conséquence de briser le front des puissances. Cet aspect stratégique et militaire va dominer les esprits. La sortie momentanée de la Russie du marché mondial vient, sur le plan économique, aggraver les conditions de l'après-guerre. Le pays jouissait jusqu'alors un rôle fondamental dans le concert des nations. Gros fournisseur de matières premières industrielles et agricoles, c'était aussi un vaste marché pour les industries européennes. Dans les nouvelles conditions, au sein des vainqueurs européens, la situation diffère du tout au tout entre l'Angleterre et la France, d'une part, et la Russie, de l'autre, qui se trouve exsangue à la suite de la guerre internationale et de la guerre civile.

Dans ce contexte va se poser la question des dettes de l'Empire tsariste et des négociations dont elles vont être l'objet. Même si à l'arrière-plan, la puissance américaine se fait sentir, les quatre protagonistes sont la Russie, l'Angleterre, la France et l'Allemagne.

La partie qui se joue alors est à plusieurs niveaux. Pour la plupart des esprits les moins fermés ou les moins contraints sur le plan politique, le constat est celui fait par Keynes dans *Les Conséquences économiques de la paix* (1919). L'Europe est affaiblie et le commerce international désorganisé. Sur le plan économique, voire politique, la situation est dangereuse.

Dès lors, la tâche fondamentale est, dans un premier temps, la reconstruction économique de l'Europe dans un paysage dominé par le souci du *containment* du bolchevisme. Elle est aussi, en même temps, de rouvrir les voies habituelles du commerce et d'avancer des pions dans la mise en exploitation de l'immense espace russe, poursuivant là une politique d'implantation déjà ancienne pour

certains. Les besoins sont considérables de part et d'autre, mais il est clair que le principal demandeur dans les négociations économiques et commerciales qui se développent est la Russie affamée. Ceci posé, et en dépit de son rôle dans l'imaginaire historique, la question de la dette et des emprunts russes, même si elle n'est pas marginale, apparaît secondaire.

Du côté soviétique, les préoccupations sont :

– d'une part, d'obtenir la reconnaissance *de jure* du gouvernement soviétique par les puissances ;

– d'autre part, d'obtenir les ressources en biens et services nécessaires à la survie de la population.

La Russie mise sur les tendances divergentes entre Alliés ; de même que sur le plan militaire elle a pour tactique d'empêcher la jonction des armées qui l'encerclent, sur le plan diplomatique, elle oblige les gouvernements à confronter leurs vues sur le problème russe et à avouer leur désaccord. En novembre 1918, le commissaire du peuple aux affaires étrangères, Gueorgui Vassilievitch Tchitcherine, adresse des propositions de paix aux gouvernements français, britannique, italien et américain et, au début de décembre, Litvinov est envoyé à Stockholm pour y engager des négociations.

I. LA QUESTION DE LA DETTE DE LA CONFÉRENCE DE PAIX DE PARIS (1919) JUSQU'À LA RECONNAISSANCE GÉNÉRALISÉE DE LA RUSSIE SOVIÉTIQUE (1924)

Lorsque, le 24 janvier, le Conseil des Dix lance une invitation à tous les partis russes pour se réunir à Prinkipo en Turquie, l'acceptation soviétique plonge la conférence dans l'embarras, à cause des velléités d'indépendance des pays baltes et du souhait de la Pologne d'englober la Lithuanie et l'Ukraine dans ses frontières. Dans sa réponse du 4 février, Tchitcherine énumère les questions à examiner lors de la rencontre : règlement des dettes, problème des concessions, cessions territoriales, non-intervention. Il se montre très réaliste. Le gouvernement des Soviets se dit notamment prêt à reconnaître les obligations financières envers les emprunts. Cette entrée en matière très réaliste échoue. Les chefs de gouvernement ignorent ces propositions. Clemenceau ne se montre pas intéressé par la proposition sur les dettes, et jusqu'en 1920, le gouvernement français ignorera, dans ses motivations, le souci de les voir remboursées. Les préoccupations principales de la France sont en effet d'ordre plus stratégique qu'économique ou financier. L'opinion mise sur la défaite du bolchevisme et soutient la protection accordée par le gouvernement à Wrangel.

Il faut ici souligner la situation particulière de la France, qui la distingue sur ce point de la Grande-Bretagne : le poids du portefeuille français de titres russes, le grand nombre de porteurs (sans doute 1 600 000), va peser de manière importante sur l'opinion publique et donc dans la vie politique française[6]. L'organisation de leur défense va poser de nombreux problèmes. Les enjeux autour de la représentation des intérêts français en Russie sont nombreux et la multiplicité de ces intérêts est une première cause de complexité. Les banquiers et métallurgistes, d'une part, ainsi que les petits porteurs de titres publics ou garantis par l'État, d'autre part, n'ont pas toujours d'intérêts convergents ; les désaccords ou les alliances varient selon la période. La représentation des petits porteurs par des personnalités du monde bancaire et financier sera également critiquée. Ils représentent toutefois, à n'en pas douter, un groupe de pression influent auquel les gouvernements sont sensibles et qui conduira à l'endossement au moins partiel de la dette publique russe (les souscripteurs à l'emprunt de 1918, dit « de la Libération », comme aux obligations décennales de 1919 sont autorisés à se libérer jusqu'à la moitié de leur souscription par des arrérages de titres russes). À travers cet entrelacs d'influences diverses et d'organismes concurrents, l'essentiel est bien de voir qu'officiellement la position française sera celle d'exiger le règlement des dettes de la Russie comme préalable à toute avancée majeure dans les relations entre les deux pays.

D'un autre côté, pour faire pièce aux vainqueurs, la Russie cherche à utiliser un front des vaincus à travers le rapprochement avec l'Allemagne. Celle-ci, vaincue militairement, est soumise au « Diktat » de Versailles et au poids des réparations. Elle n'a pas sa place à la Société des Nations, et son armée est réduite à la portion congrue. Sur le plan économique, le traité de Versailles a visé à la destruction systématique de son commerce d'outre-mer (marine marchande, colonies, placements à l'étranger, exportations et relations avec ses négociants), et pèse lourdement sur l'exploitation de son charbon, de son fer et des industries qui en dépendent. La politique russe envers l'Allemagne conduira au traité de Rapallo.

---

6. Selon Paslovsky et Moulton, 80 % de la dette gouvernementale russe d'avant-guerre étaient détenus en France contre 14 % en Grande-Bretagne ; Leo Pasvolsky, Harold Glenn Moulton, *Russian Debts and Russian Reconstruction: A Study of Russia's Foreign Debts to Her Economic Recovery,* Londres, McGraw-Hill, 1924. Les estimations les plus solides s'accordent avec celles de R. Girault : 11 719 638 166 francs pour l'ensemble de la dette souveraine russe au moment de la répudiation (1919) ; René Girault, *Emprunts russes et investissements français en Russie, 1887-1914*, Paris, Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 1999.

A. La mission Bullitt[7]

Au début de l'été 1919, la situation militaire sur les divers fronts paraît favorable aux Blancs. La coalition enserre les bolcheviks. Envoyé pour une mission d'enquête officieuse en Russie, l'américain William Bullitt va en revenir porteur d'un mémorandum réalisé après des conversations étroites avec Tchitcherine et Lénine.

Le 19 mars, Tchitcherine lui confie les bases d'un traité à conclure entre les gouvernements alliés et associés et la Russie soviétique. Il propose de stabiliser les positions acquises, ce qui suppose l'interruption des hostilités et la fin de l'intervention. Le blocus serait levé. La septième clause précise :

> « Les gouvernements alliés et associés, prenant connaissance de l'offre du gouvernement des Soviets de Russie, dans sa note du 4 février, au sujet des dettes extérieures, proposera comme faisant partie intégrale de cet accord que les gouvernements soviétistes et les autres gouvernements établis sur le territoire de l'ex-empire russe et de la Finlande reconnaissent leur responsabilité en ce qui concerne les obligations financières de l'ex-empire russe vis-à-vis des États étrangers signataires de cet accord et vis-à-vis des nationaux de ces États. Des règlements détaillés pour le paiement de ces dettes seront fixés par la conférence, en considération de la situation financière présente de la Russie. L'or russe saisi par les Tchéco-Slovaques à Kazan ou pris à l'Allemagne par les Alliés sera considéré comme un paiement partiel de la portion de la dette des Républiques soviétistes de Russie. Le gouvernement des Soviets de Russie s'engage à accepter les propositions ci-dessus, à condition qu'elles soient faites au plus tard le 10 avril 1919. »

Le gouvernement américain pourrait se faire le garant de cette dette. Supposant que l'opposition du gouvernement français formerait l'obstacle principal, les bolcheviks ont voulu joindre à ce projet de traité une petite clause additionnelle concernant la France. Cette clause est ainsi conçue :

> « Le gouvernement des Soviets est très désireux d'avoir des gouvernements américain et britannique une garantie semi-officielle qu'ils

7. Né en 1891, William Bullitt commença sa carrière comme correspondant de guerre pour le *Philadelphia Public Ledger* durant la Première Guerre mondiale. En 1919, il participa à une mission en Russie bolchevik pour établir des relations diplomatiques avec les États-Unis. Nommé par le Président Woodrow Wilson, il fit partie de la délégation américaine à la conférence de paix. Il démissionna, jugeant les conditions du traité de Versailles inacceptables pour les vaincus et porteurs des germes de futurs conflits. En 1933, il fut nommé par le Président Roosevelt premier ambassadeur américain auprès de l'Union des républiques socialistes soviétiques. Il resta en poste jusqu'en octobre 1936.

emploieront tous leurs efforts pour que la France se conforme aux conditions de l'armistice. »

Tchitcherine recommande expressément à Bullitt d'agir à Paris dans un sens modérateur, pour amener le gouvernement français à accepter l'accord.

Pour les Soviétiques, il est clair que la France se caractérise par son attitude négative et fait obstacle à l'entrée de la Russie dans le circuit des relations internationales *de facto*. Mais les Russes espèrent qu'elle suivra le tournant amorcé par la Grande-Bretagne. Et pendant l'été 1920, Krassine reçoit de Lénine l'instruction d'entrer en pourparlers avec la France et de conclure « un accord sur le rétablissement des relations politiques et économiques normales ». Les ouvertures s'inscrivent dans le contexte de la Nouvelle politique économique (NEP), qui est inspirée autant par la nécessité d'un répit sur le plan intérieur que par la perspective de l'accord anglo-soviétique. La NEP[8] met fin à la socialisation absolue des moyens de production et ouvre la porte aux initiatives et aux investissements privés. Les Français sont partagés entre la méfiance et l'amertume au spectacle des avantages que semblent devoir obtenir ceux qui, comme Vanderlip ou Urquhart, font confiance au gouvernement russe.

Au début d'août 1920, Krassine propose d'envoyer une mission à Paris afin de régler le problème des dettes. Millerand refuse. Un collaborateur de Tchitcherine fait alors miroiter la possibilité d'obtenir des concessions pétrolières au Caucase, aux dépens des trusts anglais et américains. Ce type de propositions, qui sera l'une des caractéristiques de la NEP, est en réalité inauguré bien antérieurement. La question des dettes est considérée comme secondaire. Krassine est explicite :

> « Nous ne pouvons reconnaître purement et simplement les dettes ; l'opinion ne le comprendrait pas et nous n'avons pas d'argent. Faites-nous crédit et acceptez d'être payés en concessions. Nous pouvons vous offrir du pétrole et traiter largement. Nous accorderions de vastes exploitations à de puissants groupes industriels ou financiers ou à l'État français qui se chargerait de liquider le passé et désintéresserait ses nationaux. Nous vous donnerons en garantie de l'or, dont vous revendiquez la propriété, mais qui est entre nos mains, et que vous rachetez très cher à des intermédiaires[9]. »

---

8. Initialement proposée par Trotsky en février 1920 mais alors rejetée, la Nouvelle politique économique fut à nouveau proposée par Lénine en mars 1921 à la suite de l'insurrection de Cronstadt et adoptée au X^e^ Congrès du Parti communiste russe.

9. Anne Hogenhuis-Seliverstoff, *Les relations franco-soviétiques 1917-1924*, Paris, Publications de la Sorbonne, 1981, p. 189.

Pour les Français, l'offre de concessions pose un dilemme qui ne sera jamais résolu : pour payer leurs dettes, les Russes ont besoin d'investissements étrangers. Or, dans la mesure où d'autres pays procèdent à de tels investissements, l'intérêt qu'a le gouvernement soviétique à ménager l'opinion publique française diminue, et les chances de voir réglées les créances également.

Vers la même époque, un clivage se dessine dans l'opinion française entre ceux qui réclament avant tout un règlement des dettes et ceux qui préfèrent s'engager immédiatement dans de nouvelles affaires. Ces derniers alignent leurs activités sur celles des concurrents étrangers et agissent auprès des pouvoirs publics dans ce sens. Ce ne sont pas encore les grandes affaires, mais à ce moment plutôt l'activité d'affairistes opportunistes[10].

L'antagonisme entre les groupements d'affaires, ou les propriétaires spoliés, et les porteurs de titres n'est pas au premier abord évident. Certes, tous voient dans l'existence du gouvernement soviétique la cause du préjudice subi. Mais à partir du moment où les échanges avec la Russie soviétique redeviennent possibles, le raisonnement des propriétaires change. Le gouvernement soviétique remet l'économie en marche. Pour éviter de perdre leur avoir, les propriétaires sont tentés de participer à la remise en exploitation de leur entreprise. La menace de voir cette tâche confiée à des concurrents allemands, britanniques ou américains les inquiète. La nature hétérogène des titres de propriété leur rend difficile de présenter un front uni. L'habileté du gouvernement soviétique sera de faire ressortir la divergence qui sépare l'intérêt des petits et des grands, créant l'impression que la diplomatie française favorise l'une des catégories aux dépens de l'autre, et se range derrière les gros.

Lorsque Briand s'installe à la présidence du Conseil, en janvier 1921, les difficultés soviétiques (famine, épidémies, opposition interne, insurrection au Kouban, soulèvement de villes le long de la Volga, puis en février révolte de Kronstadt) font croire que le gouvernement des Soviets, à bout de souffle, cédera devant les revendications françaises. Mais sous l'influence de la NEP et du traité anglo-soviétique, la France est conduite à reconsidérer sa position.

Déjà, fin 1920, une dérogation en faveur des exportations avait été tolérée par l'intermédiaire d'un consortium franco-allemand. Mais le remboursement des dettes tsaristes demeurait un axiome. Cependant, l'idée se développe peu à peu que par le développement des affaires, on crée les conditions propices au règlement des dettes.

Les initiatives de Briand face à la Russie seront le résultat indirect d'attitudes adoptées dans d'autres domaines. Les rapports de force en Europe, les

10. A. Hogenhuis-Seliverstoff, *Les relations franco-soviétiques*, *op. cit.*

réparations allemandes, les exigences de la sécurité le poussent à se rapprocher de la Grande-Bretagne et il s'associe au projet britannique de la fin 1921 visant à réintégrer la Russie dans le circuit des échanges commerciaux. Un processus irréversible s'amorce alors, engageant la France dans la détente envers la Russie, et ce en dépit de l'opposition des porteurs de titres. Briand voit dans cette évolution des avantages sur le plan des rapports avec l'Allemagne. La convergence d'initiatives concurrentes en provenance d'Angleterre, de Belgique, de France et d'Allemagne ainsi que des États-Unis se traduit par la genèse du Consortium pour la reconstruction européenne. L'Allemagne et l'Angleterre ont discuté d'une solution à la crise allemande. Un emprunt international permettrait à l'Allemagne de s'acquitter du paiement des réparations, dont le montant serait réduit par la France en échange de concessions britanniques sur le pacte de garantie. En réalité, les Britanniques voient le rétablissement de la solvabilité allemande à travers le développement des exportations allemandes vers l'Est.

Tchitcherine, de son côté, prend une initiative complémentaire qui va imposer l'idée de la conférence de Cannes. Même si l'aide humanitaire – prévue par la Commission internationale d'aide à la Russie mais bloquée par les exigences sur les dettes tsaristes de Noulens qui la préside – parvient à contourner l'obstacle, Tchitcherine, dans sa réponse à la note de Noulens, affirme son intention de payer les dettes, mais à la condition que la Russie obtienne des crédits. Il propose une conférence internationale destinée à étudier la reprise des relations commerciales ainsi que la reconnaissance du gouvernement soviétique. Lloyd George amalgame ce projet avec le sien en un plan de reconstruction économique européenne, celui du Consortium européen destiné à débloquer les échanges avec la Russie. Briand y adhère.

Parmi les conditions exigées des États qui veulent être parties au Consortium, figurent :

– la non-ingérence dans les affaires intérieures des États membres ;

– la reconnaissance de toutes les dettes et obligations juridiques ;

– les conditions financières et monétaires indispensables au commerce ;

– la prohibition de la propagande ;

– la non-agression.

Briand insiste pour que l'invitation officielle au gouvernement soviétique mentionne le fait que son acceptation suppose implicitement qu'il a accepté les conditions préalables.

Lorsque Poincaré succède à Briand, sa détermination à imposer le respect des traités et le paiement des dettes est connue, mais il est lié par les engagements auxquels a souscrit son prédécesseur. Il ira donc à Gênes avec la

détermination d'en freiner les effets et de ne rien céder, ni sur la reconnaissance de la Russie, ni sur le remboursement des dettes. En même temps, il comprend la nécessité d'une reprise des relations commerciales avec la Russie et le Quai d'Orsay étudiera officieusement les formes possibles d'une reprise des relations commerciales.

B. Le point de vue soviétique à la veille de Gênes (avril-mai 1922)

La conférence de Gênes est centrée sur les problèmes monétaires et financiers issus de la guerre. La question de l'endettement international va y jouer un rôle majeur.

Le point de vue soviétique à la veille de Gênes est exprimé par Lénine[11]. La question essentielle aux yeux des Russes est la reconstruction économique du pays.

> « Le commerce avec les pays capitalistes (aussi longtemps qu'ils ne sont pas complètement effondrés) nous est absolument indispensable, […] les pays bourgeois ont besoin de faire du commerce avec la Russie. J'ai dit que j'espérais m'entretenir de ces questions personnellement avec Lloyd George, à Gênes, et lui dire qu'il ne faut pas essayer de nous intimider avec des vétilles, car cela ne ferait que ruiner le prestige de ceux qui agiraient ainsi. […]. Nous avons actuellement des dizaines d'accords conclus avec les capitalistes russes et étrangers. Nous connaissons nos difficultés passées et présentes. Nous savons pourquoi les capitalistes russes ont accepté de conclure ces accords. Nous savons à quelles conditions. La plupart de ces capitalistes s'y engagent en praticiens, en marchands. Et nous aussi, nous nous y engageons en tant que tels. Mais tout marchand tient compte, dans une certaine mesure, de la politique. S'il est un pays qui n'est pas tout à fait sauvage, il ne conclura pas un marché avec un gouvernement qui ne présenterait pas de grandes apparences de solidité, une grande sécurité. »

Ce qui signifie pour Lénine que les affaires ne pourront être conclues et développées sans que le gouvernement soviétique soit officiellement reconnu.

Parmi les « vétilles » dont Lénine envisageait de parler avec Lloyd, il faut sans doute classer la question des dettes. Dans son discours, Lénine s'appuie

---

11. Lénine, *La situation internationale et intérieure de la République des soviets*, discours prononcé à la séance de la fraction communiste du Congrès des métallurgistes de Russie le 6 mars 1922, *in Œuvres*, t. 33, Paris, Éditions sociales, 1969, p. 214-229.

très largement sur *Les Conséquences économiques de la paix* de Keynes, dont il dit qu'il « a abouti à des conclusions qui sont plus incisives, plus concrètes et plus édifiantes que celles d'un révolutionnaire communiste ». Après avoir décrit l'échafaudage de l'endettement international qui paralyse le redémarrage économique de l'Europe, Keynes conclut en effet, en ce qui concerne la Russie : « Il est clair qu'il n'est pas possible de tenir compte de ces dettes ». Lénine ajoute ainsi : « quelque temps avant que ne paraisse le livre de Keynes, nous avions suivi son excellent conseil : nous avons annulé toutes nos dettes ».

Il est piquant de voir l'utilisation par Lénine de Keynes :

> « Tous les membres de la délégation doivent parfaitement connaître le livre de Keynes, *Les Conséquences économiques de la paix* ainsi que tout ou partie de semblables livres bourgeois et pacifiste-bourgeois (Lansing[12] sur le caractère "impérialiste" de la guerre et de la paix de 1918, etc.). Il faut se préparer de la façon suivante : exposer brièvement dans les interventions et les déclarations le point de vue communiste en plaçant cet exposé dans un contexte qui laisse entendre : "tout en étant communiste, tout en ayant tel ou tel point de vue communiste, je désire néanmoins, pour l'auditoire, citer des auteurs qui ne sont pas communistes, et poser le problème de la nécessité d'annuler toutes les dettes, etc., du point de vue bourgeois"[13]. »

Pour préparer la conférence de Gênes, des experts français rejoignent à Londres leurs homologues anglais, belges et italiens (des Allemands sont présents à titre consultatif), tandis que d'autres se réunissent à Paris au sein d'une conférence interministérielle. Y figurent, à côté des représentants des ministères concernés :

– des experts désignés par la chambre de commerce : Clémentel ; Pascalis ; Duchemin, président de l'Union des industries chimiques (UIC) et Laederich, président général du Syndicat général de l'industrie cotonnière (SGIC), deux industries capables d'exporter ; Sergent, président de la Banque de l'Union parisienne (BUP) et Schneider ;

– et aussi Pinot, vice-président du Comité des Forges ; Peyerimhoff, secrétaire général des Houillères de France ; Noulens, enfin, au nom des porteurs de titres russes.

---

12. Robert Lansing (1864-1928), avocat, démocrate, secrétaire d'État, secrétaire de Wilson, chef de la délégation américaine à la conférence de la Paix, auteur de *The Big Four and Others at the Peace Conference*, Boston, 1921 et *The Peace Negotiations. A Personal narrative*, Boston-New York, 1921.

13. Lénine, *Projet de directive pour le vice-président et tous les membres de la délégation à Gênes, 1er février 1922*, *in Œuvres*, t. 42, Paris, Éditions sociales, 1969, p. 411.

Deux questions retiennent l'attention des experts interministériels qui se réunissent dès le 15 février : celle des chemins de fer, mais aussi celle des pétroles, qui préoccupe le gouvernement. Pineau, directeur des Pétroles, présente un plan qui prévoit une exploitation en commun, par les grands trusts pétroliers, des concessions qu'accorderait le gouvernement soviétique. Une combinaison analogue est également évoquée pour les mines du Donetsk. L'objectif est de ne pas se laisser prendre de court par les Anglais. Les experts consultés pensent que l'on pourra bénéficier de l'ouverture de la Russie au commerce et cherchent à le faire dans les conditions les plus favorables à leurs intérêts. Mais il apparaît clairement que de gros investissements seraient nécessaires ; il semble donc illusoire de penser que l'on pourra procéder à de nouvelles mises de fonds avant que les anciens investissements n'aient été remboursés. Cette dernière considération domine « le rapport des experts français » refondu par François-Poncet. Quelles que soient les opérations envisagées, il faut « viser à la reconstruction de la Russie par le peuple russe », ce qui lui permettra peu à peu de payer ses dettes, et donnera aux Français le goût d'investir à nouveau. Pourtant, ce rapport de la Commission interministérielle ne sera pas utilisé par les experts qui se rendent à Londres, car Poincaré redoute qu'ils fassent des concessions aux vues anglaises. Il accorde une large audience aux organisations de défense des intérêts privés français qui n'ont qu'un mot d'ordre, que ce soit pour les fonds d'État ou les dettes privées : le respect des conditions posées à Cannes. Ainsi, le gouvernement lie ouvertement son sort à celui des Français dépossédés par les bolcheviks. Tout en prétendant les valoriser, leur présence sera aussi pour le gouvernement français un alibi facile qui permettra de ne rien céder qui ne soit agréé par ce groupe de pression.

C. Rapallo (16 avril 1922)[14]

Tchitcherine, en route pour Gênes, s'arrête à Berlin où il met au point le texte d'un traité « politique provisoire ». À Gênes, l'ouverture de la conférence est fixée au 10 avril. En dehors des délégués officiels, les délégations et les organisations représentatives d'intérêts privés officiellement admises auprès des experts sont nombreuses. L'opinion est donc immédiatement informée et exerce une pression directe sur les délégations, en particulier par l'intermédiaire des « lobbys » présents autour de la délégation française. Tchitcherine conteste les conditions élaborées par les experts et formule des contre-réclamations pour les

14. Conférence économique internationale de Gênes, 9 avril-19 mai 1922, Paris, Imprimerie nationale, MDCCCCXXII.

dommages causés en Russie par l'intervention, tandis que Krassine dépeint avec complaisance les concessions que le gouvernement soviétique peut accorder aux étrangers dans l'agriculture, les transports et l'industrie. Mais les Russes se heurtent à une réponse unanime. Le front des puissances invitantes se révèle plus solide qu'il ne le pensait quand, le 17 avril au matin, on apprend qu'un accord germano-soviétique a été signé la veille à Rapallo.

Cet accord décide la reprise des relations diplomatiques et commerciales germano-russes. Bien que ce succès diplomatique place la délégation russe à Gênes en situation plus favorable à l'égard des autres États participants, la négociation avec la Grande-Bretagne et la France échoue. Deux ans plus tard, la diplomatie russe va reprendre son dessein, mais elle engage cette fois-ci des négociations séparées avec chacune des puissances occidentales et va obtenir la reprise des relations diplomatiques et commerciales. À la fin de 1924, le gouvernement soviétique est ainsi « reconnu » par toutes les grandes puissances européennes. Comment a-t-il obtenu ce résultat ? Deux éléments ont joué :

– les dissensions entre Alliés, d'une part ;

– l'attrait de l'immense marché russe, d'autre part.

La décision allemande de Rapallo a été prise à l'initiative des diplomates. À Berlin, les milieux dirigeants sont divisés. Rathenau, à la différence de von Seeckt, le chef d'état-major, n'accorde à l'accord qu'une valeur occasionnelle. À Moscou aussi, il existe des hésitations entre un point de vue favorable à un accord plus large (Tchitcherine) et d'autres membres du gouvernement qui n'ont pas renoncé à favoriser une révolution communiste en Allemagne. Mais la situation générale a changé à la fin de 1923. L'échec des mouvements révolutionnaires allemands rassemble le gouvernement russe derrière la politique de Rapallo. Aussi bien en France que dans les autres pays d'Europe occidentale, le mouvement en faveur de la reprise des relations avec la Russie prend une ampleur nouvelle. En effet, l'échec de la tentative de révolution communiste en Allemagne (octobre 1923) marque le premier grand tournant dans les relations du pouvoir soviétique avec le monde capitaliste. La majorité de l'opinion, tant en Russie soviétique que dans les nations capitalistes, a conclu que la révolution européenne n'était pas pour demain, et que l'on était condamné à vivre ensemble pendant plus longtemps qu'on ne l'avait pensé. Les choses étant ainsi, il faut bien prendre des mesures pour normaliser quelque peu les relations, de façon à rendre plus supportable cette coexistence forcée. Même si les premiers résultats économiques tangibles du rapprochement avec l'Allemagne sont peu concluants, la Russie a réussi à rompre son isolement économique. La Grande-Bretagne, en butte à une crise économique et sociale sévère, désire obtenir la réouverture du marché russe à ses exportations industrielles. Elle est prête à

envisager la reconnaissance du régime soviétique et même à envisager l'octroi des crédits dont la Russie a besoin. Elle désire en échange un dédommagement pour les entreprises anglaises qui ont été nationalisées. En revanche, du côté britannique, la question des dettes contractées avant 1917 est secondaire. Elle y a beaucoup moins perdu que la France et les pertes affectent plus les banques que les épargnants.

Le gouvernement français n'a pas de motifs aussi pressants de souhaiter la reprise des relations commerciales avec la Russie soviétique. Il subordonne la négociation à la reconnaissance des dettes tsaristes par le gouvernement soviétique. La masse des porteurs français est considérable et leur poids politique important, à la différence des porteurs anglais.

À Gênes en avril 1922 et à La Haye en juin-juillet, les questions financières sont au centre des débats. Les Russes, renforcés par Rapallo, cherchent à obtenir de la Grande-Bretagne et de la France d'importants crédits. Ils acceptent de reconnaître les dettes de l'ancien régime, mais demandent un échelonnement à long terme de leur remboursement et sans paiement d'intérêts. Ils offrent des concessions en dédommagement des biens nationalisés. La négociation échoue.

L'échec tient-il à la question des sociétés pétrolières auxquelles le gouvernement soviétique offre des concessions ? Sur ce dossier se sont opposés intérêts anglo-hollandais et américains. La Royal Dutch, qui possédait avant 1914 d'importants intérêts dans le Caucase, est prête à accepter l'offre soviétique. Mais la Standard Oil, qui a acquis en 1920 une participation dans le Nobel qui contrôlait avant la guerre quelque 40 % de la production dans la région de Bakou, veut mettre en échec cette combinaison. Standard Oil soulève une question de principe : accepter que des entreprises nationalisées puissent être exploitées sans l'accord de leurs anciens propriétaires revient à renoncer à défendre le droit de propriété. Les puissances occidentales se rallient à cette position sous la pression américaine. Dès l'échec de la conférence, Moscou cherche à accréditer l'idée que les intérêts des porteurs d'emprunts russes et des exportateurs ont été sacrifiés aux intérêts des pétroliers américains, sans mentionner les questions délicates soulevées par l'octroi de crédits à la Russie. Comment donner aux éventuels prêteurs la garantie que les dettes antérieures seront remboursées ?

Deux ans après la conférence de Gênes, le gouvernement russe va obtenir relativement facilement la reprise des relations commerciales à travers des négociations séparées. L'Italie fasciste conclut tout d'abord un traité de commerce le 8 février 1924, puis, le 8 août de la même année, le travailliste Ramsay MacDonald signe à son tour un accord commercial avec la Russie. En France, le gouvernement du « bloc des gauches » se décide à suivre la même voie en décembre.

L'importance des motifs économiques explique ces décisions. La dépression économique en Angleterre incite le gouvernement à chercher à rouvrir le marché russe aux exportations anglaises avant que le commerce allemand, dans le cadre de Rapallo, ne devance les Anglais. L'Italie est désireuse d'acheter en Russie des matières premières et les exportateurs français ne veulent pas rester au bord du chemin. À la différence de leur attitude de 1922, la France et la Grande-Bretagne acceptent de dissocier les aspects commerciaux des négociations des questions financières renvoyées à plus tard. La Russie n'a donc pas reçu l'ouverture de crédits, dont l'octroi reste dépendant de la mise au point préalable d'un plan d'indemnisation des porteurs de fonds russes et des propriétaires des entreprises nationalisées. Le gouvernement soviétique a cependant obtenu la reconnaissance *de jure* et des facilités au point de vue commercial. Ce succès est certes dû à Rapallo, qui a affaibli la position des puissances, mais aussi au redressement de la situation intérieure russe et de la mise en place de la NEP.

La Grande-Bretagne a ouvert la voie à la reconnaissance *de jure* et le traité anglo-russe de commerce et de navigation rétablit les conditions normales de commerce entre les deux pays. Christian Rakovsky[15], qui a remplacé Krassine à Londres, va jouer là un rôle essentiel reconnu. Mais il est en butte à une campagne conduite par les conservateurs revenus au pouvoir. Pendant le grand *boom* autour du traité anglo-russe, Rakovsky a commencé les négociations avec le gouvernement français sur la question de la reconnaissance. L'affaire se présentait plutôt mal avec le Bloc national de Poincaré au pouvoir. Poincaré avait pourtant évalué la situation à Prague en janvier 1924. Les Soviétiques avaient-ils l'intention de respecter les accords internationaux ? Étaient-ils prêts à reconnaître les dettes de la Russie d'avant-guerre ? Après les élections de 1924, le Bloc national de Poincaré perd la majorité au profit du Cartel des gauches, le radical-socialiste Édouard Herriot devenant président du Conseil. Herriot est favorable à la reconnaissance, pour des raisons à la fois commerciales, de dettes et d'équilibre mondial, et aussi pour ne pas laisser un peuple et un vaste territoire en dehors du concert des nations. Il avait visité la Russie et l'Ukraine en septembre 1922 et avait été reçu à Kharkov par Rakovsky, président du Conseil des commissaires du peuple de l'Ukraine. Ils s'étaient revus en juin 1923 en Angleterre où Herriot avait un peu déçu Rakovsky en voulant

15. Christian Rakovsky (1873-1941), militant connu dans la Seconde Internationale, figure principale du mouvement socialiste roumain, fut ami de Léon Trotsky toute sa vie. Il fut l'un des fondateurs de l'Internationale communiste et fut chef du gouvernement de l'Ukraine soviétique. Il prit part à la conférence de Gênes en 1922. Ambassadeur à Londres (1923-1925), puis à Paris (1925-1927), il joua un rôle clé dans les négociations sur la dette de l'État russe.

lier un règlement des dettes à la reconnaissance *de jure,* condition inacceptable pour les Russes. Il demeurait cependant partisan de la reconnaissance, y compris pour des raisons de politique intérieure, les milieux d'affaires français s'inquiétant de l'avance que pouvait prendre la Grande-Bretagne dans la reprise du commerce avec l'Est.

La victoire électorale du Cartel des gauches de juin 1924 change toutefois la donne, et Rakovsky cherche à obtenir – comme il l'avait fait avec MacDonald – une reconnaissance *de jure* préalable à toute négociation et inconditionnelle. Il se met d'accord avec Herriot à Douvres sur un texte de reconnaissance *de jure* du gouvernement soviétique qui est rendu public le 28 octobre. Le choix de Leonid Krassine comme premier ambassadeur soviétique à Paris témoigne du désir soviétique d'aboutir à un accord économique avec la France ; Krassine avait été chargé de négociations commerciales avec les Britanniques et il était considéré, à juste titre, comme un réel expert de ces questions. Rakovsky présente ses lettres de créance au président de la République le 10 décembre. Indépendamment des qualités propres de Rakovsky, de son rôle en Grande-Bretagne et dans la reconnaissance par la France, de sa parfaite connaissance de celle-ci et de son amitié avec Anatole de Monzie, le départ de Krassine peut aussi en partie s'expliquer par l'échec de sa tentative de septembre 1925 pour régler la dette tsariste.

II. LA NÉGOCIATION SUR LA DETTE RUSSE DE LA CRÉATION DU COMITÉ CONSULTATIF DES AFFAIRES RUSSES JUSQU'À LA FIN DE LA MISSION DE RAKOVSKY (1925-1927)[16]

Dans les premiers mois de 1925, en effet, le Comité consultatif des affaires russes, animé par Monzie, entreprend l'étude du problème des dettes. Après la remise de son rapport à Herriot au début avril, une « Commission franco-soviétique des experts » a immédiatement commencé ses travaux. Ces discussions, à peine interrompues par le changement de gouvernement, aboutissent dans un délai de quelques semaines à des progrès notables. En effet, il est constaté dès le 22 mai 1925 que le montant des dettes publiques est évalué par les experts français à 10,5 milliards de francs et par les experts soviétiques à 9 milliards.

16. Outre l'ouvrage de A. Hogenhuis-Seliverstoff, *op. cit.*, voir Francis Conte, *Un révolutionnaire diplomate, Christian Rakovsky, L'Union soviétique et l'Europe (1922-1941)*, Mouton et Éditions de l'EHESS, 1978 ; Pierre Broué*, Rakovsky ou la Révolution dans tous les pays*, Paris, Fayard, 1996 ; Stuart R. Schram, « Christian Rakovskij et le premier rapprochement franco-soviétique », *Les Cahiers du monde russe et soviétique*, vol. 1, n° 2, janvier-mars 1960 et vol. 1, n° 4, juillet-décembre 1960.

Ces chiffres sont suffisamment rapprochés pour que la négociation puisse désormais porter sur des questions plus ardues : le pourcentage d'une éventuelle réduction forfaitaire et les modalités du règlement. Fin août, il semble qu'un accord limité sur les dettes peut même être réalisé. Les Soviets insistent, comme dans les négociations de Londres, sur le lien nécessaire entre dettes et crédits. Le 1er septembre, Krassine remet un avant-projet dans ce sens, dont les points les plus importants sont les suivants :

– le gouvernement soviétique est prêt à envisager un règlement des dettes si des crédits à long terme lui sont accordés ;

– on prendra comme point de départ le chiffre français sur le montant global de la dette ;

– il faut diminuer la somme d'un tiers en raison des territoires détachés de l'ancien empire russe ;

– les titres vendus depuis 1918 ne seront pas pris en considération ;

– un règlement ne doit pas ignorer l'état économique de l'URSS ;

– l'or de Brest-Litovsk servira de garantie aux crédits, qui devront être partie intégrante de tout accord, et correspondre à la somme des obligations contractées par l'URSS.

– ces propositions sont énoncées comme une base de discussion.

Ce projet est toutefois froidement accueilli par le ministre des Finances, Caillaux, qui rejette notamment la clause de garantie et substitue à sa proposition originale un texte très sommaire. Ce texte se borne pour l'essentiel à l'affirmation que le gouvernement soviétique, tout en respectant les décrets sur l'annulation légale des emprunts, est prêt à rechercher avec le gouvernement français un accord qui, sous réserve de conditions à débattre, doit permettre de régler définitivement les revendications des porteurs français. Il s'ensuit 15 jours de négociations confuses entre Briand et Painlevé à Genève ; Krassine part à Moscou pour marquer son dépit, tandis que Monzie et les experts russes continuent leurs discussions à Paris.

L'orientation pro-française de la diplomatie soviétique qu'avait illustrée la proposition de Krassine continue à se manifester après Locarno (octobre 1925), qui apparaît comme une menace dirigée contre l'URSS. Il convient ici de souligner la persistance des inquiétudes moscovites quant à l'éventualité d'une coalition entre les « États capitalistes ». Pour cette raison, le traité de Berlin est signé le 24 avril 1926, qui « émousse la pointe antisoviétique » (Litvinov), l'Allemagne s'engageant à rester neutre si l'URSS était l'objet d'une agression de la part d'une tierce puissance. Ce désir de rapprochement avec la France va rendre compte de l'activité diplomatique conduite par Rakovsky dans les années 1926-1927.

La conclusion du traité de Locarno a donc affaibli la position soviétique et l'idée se développe que cet affaiblissement doit permettre à la France d'imposer ses termes sur la question des dettes et même, selon Noulens (président de la Commission générale pour la protection des intérêts privés français en Russie), de tenter d'imposer à la Russie « l'affectation de recettes budgétaires spéciales au service de la dette ». La presse européenne, dans sa vision de la situation intérieure soviétique, oppose la modération de Staline aux « extrémistes » de la Troisième internationale et de son président Zinoviev qui impose sa tutelle au gouvernement russe. La défaite de Zinoviev au XIV[e] Congrès du Parti communiste ouvre la voie à la victoire en Russie d'une politique « réaliste » comportant des « concessions au capitalisme[17] ».

A. L'impact de la politique intérieure russe sur la négociation

On peut ici rappeler certains aspects de la vie politique soviétique qui ont eu des répercussions sur les négociations entre l'URSS et les puissances européennes. De façon générale, il faut se garder d'un jugement anachronique concernant les milieux dirigeants soviétiques. Jusqu'au moment où Lénine se trouve de fait en retrait de la vie politique en 1922, et encore durant les années qui suivent – quoique de moins en moins –, la direction politique bolchevik n'est pas monolithique, et ceci se retrouve dans l'appareil d'État – et notamment dans les services diplomatiques. Cette liberté de pensée, certes relative, peut expliquer des tensions et des divergences que les dizaines d'années de stalinisme ont eu comme effet de gommer. Certes, le poids politique de Lénine apparaît la plupart du temps déterminant, mais il est loin d'être absolu et peut évoluer.

Dès lors, si dans les discussions concernant les aspects économiques et financiers des relations internationales un certain nombre de principes apparaissent intangibles, qui touchent en réalité à la nature du système politique mis en place en 1917 (abolition de la propriété, annulation des dettes de l'ancien régime), le caractère profondément empirique de la politique soviétique laisse la place aux débats et à la polémique. Comme l'écrit Francis Conte à propos de la conférence de Gênes :

> « Lorsque Tchitcherine, Rakovsky et Krassine donnèrent l'impression qu'ils étaient prêts à céder du terrain sur la question des biens nationalisés, ils furent immédiatement dénoncés à Lénine par Litvinov. Le leader bolchevik les rappela à l'ordre sur-le-champ (24 avril), et de très rude

17. *Le Temps*, 4 janvier 1926.

façon : il n'hésita pas à menacer de les "désavouer publiquement et de les démettre de leurs fonctions", s'ils avaient encore une seule hésitation à ce sujet… "Même la plus légère". Ceci nous donne un excellent exemple des limites imposées aux diplomates soviétiques ; ces derniers avaient d'abord un rôle consultatif […], puis il leur était laissé une assez grande liberté de manœuvre lors de la mise en pratique des directives générales. Lénine n'en était que plus intransigeant lorsque les principes mêmes de l'orthodoxie étaient touchés. Ainsi à la fin du mois d'avril il donne comme instruction à Tchitcherine de "n'accepter en aucun cas même l'ombre d'une obligation financière, de ne pas reconnaître, même en partie, les dettes, et de ne pas craindre une rupture"[18]. »

Une autre tentative d'indépendance de la diplomatie soviétique par rapport au pouvoir central se situe au lendemain de la conférence de Gênes lorsque Rakovsky – l'un des initiateurs et acteurs principaux du rapprochement germano-russe en sa qualité de membre du comité central du Parti communiste de Russie, mais aussi président du Conseil et commissaire aux Affaires étrangères de la République d'Ukraine – avait, en même temps que les représentants des autres Républiques socialistes, exprimé son désir d'arriver à un nouvel accord avec l'Allemagne sur le modèle de celui de Rapallo, dans l'esprit de l'utiliser comme base aux futures transactions commerciales entre l'Allemagne et l'Ukraine. Mais dans l'esprit de Litvinov, il n'était question que d'une simple formalité destinée à étendre à ces républiques les avantages du traité signé entre Moscou et Berlin. Litvinov prit donc des mesures radicales, télégraphiant les nouvelles du « complot » à Moscou, qui dépêcha immédiatement Tchitcherine à Berlin. Le *Lokal-Anzeiger* de Berlin put écrire : « Le représentant de l'Ukraine a reçu un avertissement catégorique de la part des Russes lui disant que rien ne lui permettait de conclure un accord séparé avec l'Allemagne, et que le délégué russe était dans ces négociations le porte-parole véritable. » Après avoir souligné sa désapprobation en tant que responsable des affaires ukrainiennes, Rakovsky ne peut que s'incliner en tant que responsable national.

On retrouve des échos de ces divergences au cours de la conférence franco-soviétique. Lors d'une discussion sur l'avenir des rapports commerciaux entre l'URSS et la France, lorsque Rakovsky dit qu'il n'est pas convaincu par principe de la nécessité durable du monopole du commerce extérieur et qu'on peut envisager une étape du développement économique où ce monopole ne

18. Lénine, *Lettre à J.V. Staline pour les membres du bureau politique du comité central du P.C.(b) R. et Projet de télégramme à G.V. Tchitchérine*, 24 avril 1922 et *Télégramme à G.V. Tchitchérine*, 30 avril 1922, *in Œuvres*, t. 45, Paris, Éditions sociales, 1970, p. 549-550 et p. 553.

sera plus nécessaire, le compte-rendu de la séance relève une interjection de Préobrajensky : « Pas si vite… ! »

Que ce soit en écho des relations entre le pouvoir central russe et les autres républiques, comme l'Ukraine, ou des luttes entre le pouvoir croissant de Staline et les oppositions communistes, il peut exister parfois plus que des nuances entre les diplomates, du moins momentanément.

B. La conférence franco-soviétique (1926-1927)

La conférence franco-soviétique, retardée, est finalement ouverte le 25 février 1926. Le travail de cette conférence est largement documenté par les papiers Monzie[19]. Organisée en quatre sections (juridique, économique, financière et politique), la conférence allait se réunir jusqu'à l'automne 1927 et la fin de la mission de Rakovsky.

Les choses ne sont pas faciles, la droite ne voulant à aucun prix d'un accord. Poincaré est son chef de file et Rakovsky sa tête de Turc. On peut souligner le rôle efficace dans le sens d'une rupture de Joseph Noulens, l'ancien ambassadeur de France à Moscou et l'un des principaux organisateurs – contesté – des créanciers français, et rappeler l'extrême instabilité ministérielle qui fait peser une menace sur les acquis des discussions de la conférence.

Lorsque s'ouvre la conférence, Rakovsky va s'employer à poursuivre prudemment mais fermement ce qu'il a déjà fait en Grande-Bretagne, informer l'opinion publique le plus directement possible, tenter de s'en faire une alliée contre les conservateurs. Il veut chercher à démontrer que les Soviétiques ne veulent pas nuire aux « petits », aux « humbles ». Lors de la première séance, Briand souhaite la bienvenue à Rakovsky, en rappelant son rôle dans les négociations ayant conduit à la reconnaissance en 1924. Il souligne le caractère complémentaire des économies des deux pays et rappelle le nombre considérable des porteurs français – et notamment des plus modestes –, ce que fait à son tour Anatole de Monzie qui préside la délégation française. Monzie laisse d'autre part entendre que les Français n'attachent pas « une importance excessive à la reconnaissance formelle de ses obligations par l'URSS ». Dans sa réponse, Rakovsky affirme donc que depuis 1919 le gouvernement soviétique

19. Voir le Fonds Anatole de Monzie, Centre d'histoire de Sciences Po, 1AM. La plupart des documents ici utilisés concernent la période 1925-1927. Anatole de Monzie, député du groupe des Républicains socialistes, sera au total 18 fois ministre. À la Chambre des députés, il s'illustra en 1922 pour la reconnaissance par la France de l'Union soviétique de Lénine.

n'a cessé d'affirmer son désir de donner satisfaction aux petits porteurs, mais qu'il faut toutefois tenir compte des modifications psychologiques survenues en URSS ainsi que des « concours matériels » qui doivent permettre de « contracter des obligations nouvelles ».

En fait, les calculs soviétiques sont simples : ils rembourseront une partie des dettes à condition d'obtenir de nouveaux crédits, quitte à s'engager à acheter en France la majeure partie des produits industriels nécessaires à leur développement. Du côté français, les choses sont plus difficiles :

– d'une part, on peut admettre une certaine réduction du montant global des dettes, mais à condition de recevoir plus qu'on ne prêtera à nouveau ;

– d'autre part, faut-il soutenir la croissance de cet État révolutionnaire comme s'il s'agissait d'un État normal ?

Les considérations politiques et les ressorts des mentalités collectives se trouvent intimement mêlés aux pures discussions financières.

Entre mars et juin 1926, les deux délégations échangent memoranda et chiffrages ; début juin, il reste alors quatre questions principales :

– la durée de l'arrangement ;

– le montant des versements ;

– le changement des titres et des coupons ;

– la clause du règlement le plus favorable (clause de la nation la plus favorisée).

Sur le premier point, le plan français est un plan temporaire, le plan soviétique est définitif. La délégation française veut réserver l'avenir ; la délégation soviétique souhaite l'engager sans retour. On retrouve sous-jacente l'opposition entre un point de vue qui tient la révolution pour définitive et celui pour qui elle n'est peut-être que temporaire.

À ce moment-là, la délégation soviétique soumet de nouvelles propositions détaillées au sujet d'éventuels crédits à long terme à accorder par la France à l'URSS. Le montant global demandé est de 225 millions de dollars répartis sur 3 ans, dont les deux tiers en marchandises et un tiers en espèces. Ces propositions sont soumises à la séance plénière de la conférence franco-soviétique du 7 juin 1926. À cette occasion, Rakovsky affirme que « Ce que nous ne voulons pas, c'est que le mort saisisse le vif, que le développement économique et le crédit de l'URSS soient paralysés par la question de la dette de l'ancien régime, que nos masses paysannes travaillent pour le passé et non pour l'avenir. » Il rappelle l'intérêt qu'a la France « à ce que l'Union des Soviets redevienne un débouché immense pour les produits français et une source de matières premières dont l'industrie française a un si grand besoin. Je n'insiste

pas, poursuit-il, sur la question du pétrole, et pourtant c'est celle qui, en grande partie, domine actuellement les rapports internationaux[20] ».

La semaine suivante, il est décidé d'ajourner les séances officielles de la conférence jusqu'en novembre 1926, mais les pourparlers officieux n'en continuent pas moins et les propositions se succèdent.

C. Politique intérieure et diplomatie

L'instabilité de la situation politique dans les deux pays a des répercussions dramatiques sur les négociations. En France, la situation des finances publiques est désespérée et Rakovsky se trouve avantagé par la situation critique du Trésor français. Lors d'un déjeuner le 15 juillet, Caillaux soulève la question du pétrole soviétique, moins cher que le pétrole américain. Il faut insister ici sur l'importance considérable jouée par le pétrole. Sans pour autant apporter une pierre à une certaine historiographie qui fait de la lutte autour de l'or noir l'alpha et l'oméga des rapports internationaux tout au long du XX^e^ siècle, il est clair que le pétrole joue, dès l'entre-deux-guerres, un rôle essentiel dans les relations de pouvoir internationales.

Tout en rejetant le point de vue soviétique liant dettes et crédits, la délégation française présidée par Monzie accepte d'examiner avec sympathie les demandes de crédit présentées dans le mémorandum soviétique du 7 juin.

Monzie y voit une base de négociations acceptable. L'accord n'est pas encore fait, mais il semble être à portée de main, à tel point que le propre organe de Caillaux, *La Volonté*, affirme le 16 juillet que « grâce à l'intelligente ténacité du négociateur habile qu'est M. Rakovsky », on peut espérer arriver dans quelques mois à un accord qui ouvrira la voie à la collaboration russo-occidentale. Mais l'arrivée au pouvoir de Poincaré semble sonner le glas d'un accord qui avait été près de se réaliser.

Entre-temps, Rakovsky est parti pour Moscou afin d'assister à la réunion dramatique du Comité central pendant laquelle mourut Dzerjinski (20 juillet 1926), et qui constitue l'une des dernières étapes de la victoire de Staline sur l'opposition, puisqu'elle consacra l'exclusion de Zinoviev et de Kamenev du Bureau politique. De nouveau, *Le Temps* exulte ; la disgrâce de Zinoviev est saluée comme une tentative du gouvernement soviétique pour « se dégager de l'humiliante tutelle de l'Internationale rouge » et on entrevoit « la fin de

20. Déclarations de Rakovsky *in Papiers de Monzie*, *op. cit.*

la dictature du prolétariat[21] » comme l'aboutissement logique de la politique modérée de Staline. En pleine tempête de la lutte entre l'opposition et Staline circulent déjà des bruits sur un désaccord entre Rakovsky et le gouvernement soviétique.

L'amitié entre les deux présidents de la conférence franco-soviétique, Monzie et Rakovsky, n'est pas affectée par ces événements. Cependant, si la situation interne de la Russie reste quelque peu obscure – des tendances divergentes s'y affrontant sans qu'on sache encore avec certitude qui l'emportera –, celle de la France est en revanche la clarté même, du moins en ce qui concerne les rapports avec l'Union soviétique.

Le président du Conseil, ministre des Finances, entend en effet exiger non seulement un règlement satisfaisant des dettes d'État et le dédommagement des propriétaires expropriés, comme il en a toujours été partisan, mais encore le remboursement des dettes de guerre, dont il avait pourtant lui-même envisagé l'abandon *de facto* lors de la conférence de Gênes. En outre, il refuse absolument non seulement d'accorder un crédit d'État au gouvernement soviétique comme contrepartie d'un règlement sur les dettes, mais même de garantir une fraction quelconque d'un crédit privé. Chacune de ces trois attitudes – demande d'indemnisation pour les biens privés, demande de remboursement de la dette de guerre, refus d'un crédit – suffirait pour empêcher un accord avec les Soviets. Ensemble, elles rendent toute négociation sérieuse impossible.

Si l'histoire diplomatique des années 1925 et 1926 a été dominée par le problème des rapports entre la France, l'Allemagne et la Russie – donc essentiellement par le problème de l'équilibre et du statut territorial en Europe –, le centre d'intérêt devient alors la Chine, théâtre traditionnel des conflits entre les empires russe et britannique.

La crainte de la subversion communiste dans les colonies n'a cessé d'influer sur les rapports entre le monde capitaliste et l'URSS. Or, depuis plusieurs années, le point le plus brûlant dans ce duel permanent est la Chine, où les puissances européennes règnent en maîtres, et où l'Europe, l'Amérique et le Japon possèdent des intérêts économiques. L'année 1927 est une année de transition décisive en Chine. La question de la place de la France dans ce conflit devient aiguë à la suite des événements d'avril, du fait que la représentation commerciale soviétique à Tientsin se trouve sur le territoire de la concession française. Mais le raidissement du gouvernement français à l'égard des Soviets n'est pas dû qu'à sa solidarité avec l'Angleterre. L'essentiel est sans doute

21. *Le Temps*, 27 juillet 1926 et 8-9 août 1926.

la préoccupation, partagée par beaucoup (surtout au Parlement), au sujet de l'ingérence communiste dans l'Empire français. Outre la question brûlante de la propagande révolutionnaire dans les colonies, les dirigeants et l'opinion en France sont préoccupés en 1927 par la campagne du Parti communiste français en faveur de la désobéissance des militaires.

La stratégie française semble claire aux yeux des Soviétiques : ne point suivre la politique antisoviétique de l'Angleterre, mais laisser entendre que l'on pourrait faire autrement, et arracher ainsi des concessions sur les dettes. Lors de la reprise de la conférence en mars 1927, le président de la délégation soviétique réaffirme au contraire que l'accord sur les dettes a « une valeur intrinsèque » au-delà des « contingences passagères d'ordre politique ». Mais en homme politique réaliste, dans la situation difficile où il se trouve, sa tactique va être de faire appel à l'opinion publique française, par-dessus la tête de Poincaré, en faisant miroiter la possibilité d'un règlement des dettes qui apportera une satisfaction inespérée à des milliers de petits porteurs. Les usages diplomatiques et le caractère de Poincaré rendent la tentative de Rakovsky particulièrement audacieuse. Elle est pourtant à deux doigts de réussir.

Il semble, au mois de mars, qu'un accord est à portée de main. Devant une situation dangereuse, les dirigeants soviétiques paraissent ainsi prêts à des concessions supplémentaires pour détacher la France de la « coalition anglaise ». Reste cependant l'obstacle de la question des crédits, point sur lequel l'hostilité de Poincaré n'avait pas fléchi. Rakovsky tente de forcer les choses. Il utilise la presse *L'Œuvr*e, *Paris-Soir*, le *Vossische Zeitung* pour vanter auprès des petits porteurs et de l'opinion publique en général l'étendue des concessions soviétiques, tout en soulignant à quel point le problème des dettes peut aisément être résolu si les crédits demandés par l'URSS sont accordés. Le gouvernement français, irrité, oppose plusieurs démentis. Le 30 juin, Rakovsky écrit à Monzie pour demander la réunion de la conférence en séance plénière, affirmant que les points de vue au sujet des dettes se sont tellement rapprochés que l'on peut aisément arriver à un accord complet. Il souligne en outre l'importance des crédits, avec des garanties réelles, qui sont apparues « pour l'unanimité de la conférence comme un moyen puissant d'établir des relations économiques entre les deux pays sur une base solide ». Par « garanties réelles », il faut sans doute comprendre « pétrole ».

Si Monzie n'est peut-être pas entièrement hostile à l'idée d'accorder à l'URSS des crédits garantis par du pétrole comme contrepartie d'un règlement des dettes, Poincaré reste fermement hostile à tout accord qui n'engloberait pas en même temps les dettes de guerre et les biens privés. Monzie est donc obligé d'écrire à Rakovsky pour écarter sa proposition d'une séance plénière,

et suggérer le renvoi de la suite des travaux à l'automne. Poincaré a d'ailleurs déjà dit à Tchitcherine au mois de mai qu'il vaudrait mieux ajourner la conférence pour éviter la rupture. En juillet, le climat des relations franco-soviétiques continue à se détériorer de jour en jour.

Il se produit en août un incident célèbre dont les conséquences vont conduire à l'expulsion de Rakovsky, ainsi qu'à la fin des pourparlers franco-soviétiques concernant la dette russe. Staline mène alors ses derniers combats contre l'opposition qui devaient lui assurer la victoire. En riposte à l'argument de Staline selon lequel le danger d'une agression occidentale contre l'URSS exige le ralliement de l'opposition à la majorité du parti, Trotski répond que Clemenceau, au moment le plus critique de la Première Guerre mondiale, n'avait pas hésité à provoquer la chute du gouvernement pour le remplacer par un autre, plus apte à gagner la guerre. Cette thèse est qualifiée par Staline de « défaitiste » ou au moins « semi-défaitiste ». Pour se laver de cette accusation, l'opposition, dont Rakovsky, à cet instant oublieux de sa fonction diplomatique, fait une mise au point, sous la forme d'une déclaration signée le 8 août. Tout en maintenant leur position au sujet du droit de critique même en temps de guerre, les signataires affirment qu'en cas de guerre « tout prolétaire honnête doit, dans les pays capitalistes, travailler activement à la défaite de son gouvernement ».

Devant les protestations françaises, le gouvernement soviétique accepte de désavouer l'action de Rakovsky, déclarant « qu'il réprouve de la manière la plus nette et la plus formelle l'idée qu'un de ses représentants pourrait organiser une propagande d'insurrection et de désertion sur le territoire de la France, avec laquelle il entretient des relations pacifiques ». Mais, le mois d'août 1927 voit une nouvelle intensification de la campagne anticommuniste et antisoviétique en France utilisant l'affaire pour réclamer le rappel de l'ambassadeur. Et le conciliateur Briand, obligé de louvoyer, et poussé par son gouvernement et par Poincaré qui déclenche une violente campagne de presse contre Rakovsky, est finalement conduit à sacrifier l'ambassadeur pour conserver intactes les relations franco-soviétiques.

Moscou temporise d'abord, puis exige de la France une demande formelle et écrite, avant de prendre en considération le rappel de Rakovsky. En même temps, Rakovsky tente de mobiliser contre le gouvernement français l'opinion des porteurs par la publication, le 23 septembre, de nouvelles concessions qu'il aurait sans doute été difficile de refuser si elles avaient été faites quelques mois plus tôt. Mais le climat de l'automne 1927 et l'hostilité de Poincaré ne permettent pas aux concessions sur les dettes et à la réduction des exigences soviétiques en matière de crédits de produire l'effet escompté.

Anatole de Monzie fait de son mieux pour aider son ami en déclarant, le 28 septembre 1927, qu'il est de l'avantage des deux pays que d'accorder les crédits demandés sur la garantie des importations de pétrole soviétique, mais rien ne peut infléchir l'hostilité de Poincaré.

Ayant reçu le 7 octobre la demande écrite et formelle du rappel de Rakovsky qu'il avait exigée avant de délibérer sur la question, le gouvernement soviétique hésite encore 6 jours avant de remettre sa réponse et d'accéder à la requête française. Briand publie un communiqué où il est expliqué que la conférence franco-soviétique est interrompue. Mais, écrit Monzie plus tard, cette interruption prolongée réduisait à néant « un effort mutuel qui méritait d'être utilisé », déplorant l'« occasion manquée en 1927[22] ».

Ainsi se termine l'ère Rakovsky dans les rapports franco-soviétiques. La conférence franco-soviétique ne reprit jamais ses travaux. On n'avait jamais été aussi près d'un règlement satisfaisant de la question des dettes russes qu'en juillet 1926 ou en mai ou septembre 1927. Ne restait, de toute l'œuvre diplomatique de Rakovsky édifiée à Paris, qu'un pacte de non-agression lancé à la fin de son séjour un peu par hasard, et dont l'acceptation par Paris avait rempli les dirigeants soviétiques d'étonnement[23].

Ainsi se terminaient, pour plusieurs dizaines d'années, les négociations entre l'URSS et la France au sujet des emprunts russes.

---

22. Anatole de Monzie, « Petite histoire des dettes russes », *Le Journal*, 4 mars 1936.

23. On peut ajouter ces lignes de Jacques Sadoul : « Ainsi fut interrompue la négociation sur les dettes russes. Elle ne fut jamais reprise. Depuis cette époque, la France a répudié ses dettes envers les États-Unis. D'autres nations l'ont imitée. Et l'État français rembourse actuellement à ses prêteurs de fonds-or des francs qui valent à peine le centième de ceux qu'ils avaient versé au Trésor, c'est-à-dire à peine un trentième de ce que le gouvernement soviétique offrait, en 1927, aux Français porteurs de fonds russes », *in Naissance de l'URSS*, Paris, Charlot, 1946.

« LE COMITÉ FINANCIER NE PENSE ET NE TRAVAILLE QUE POUR LE BIEN DE L'AUTRICHE ».

THÉORIES ET PRATIQUES BUDGÉTAIRES DU COMITÉ FINANCIER DE LA SOCIÉTÉ DES NATIONS LORS DE LA STABILISATION MONÉTAIRE AUTRICHIENNE DES ANNÉES 1920

Christophe FARQUET

> « La nouvelle Autriche peut être comparée à une personne qui apprendrait à nager. Au début, il est nécessaire de lui mettre une ceinture. Puis, quelque temps après, cette ceinture, le contrôle, doit être abandonnée. Il est impossible d'apprendre à nager pour une personne qui ne se sépare pas de sa ceinture de liège. Mais il y a une étape intermédiaire, durant laquelle une corde peut être utile. Si l'Autriche connaît les mouvements de natation, est-on bien sûr qu'elle a passé la période durant laquelle la corde est encore utile ? Ne serait-il pas sage de supprimer le contrôle par échelons ?
>
> Le Comité financier ne pense et ne travaille que pour le bien de l'Autriche[1]. »

En automne 1922, un plan de reconstruction monétaire de l'Autriche est amorcé à la Société des Nations (SDN). Le programme genevois ouvre la voie à l'émission d'un grand emprunt international en échange de l'application par le gouvernement autrichien d'une série de réformes économiques, conduite sous le contrôle du Comité financier de la SDN, la commission créée à la suite de la conférence de Bruxelles, et qui réunit des hauts fonctionnaires, des banquiers privés et des représentants de banques centrales. Afin d'arrêter la dépréciation de la couronne après l'hyperinflation, les remèdes classiques de l'orthodoxie financière sont administrés à l'Autriche, comme le retour à l'équilibre budgétaire, le renforcement de l'indépendance de la banque centrale et la dérégulation du marché des capitaux. Ce premier programme multilatéral représente une

1. Archives de la Société des Nations (désormais ASDN), F/19e session/PV8, procès-verbal du Comité financier, 6 septembre 1925.

étape déterminante de la tentative de retour à la normale libérale et de rétablissement de l'étalon-or durant les années 1920, fondé sur une stabilisation du cours des devises par le reflux des investissements vers les pays inflationnistes. Il est suivi de la mise en œuvre de plans similaires par la SDN en faveur de pays d'Europe de l'Est. À plus long terme, ces interventions peuvent être considérées comme les prémices lointaines de la politique d'ajustement structurel menée par le Fonds monétaire international à partir de la libéralisation financière des années 1980[2].

Étant donné l'importance du programme de stabilisation autrichien pour l'histoire de l'après-Première Guerre mondiale et de la régulation monétaire internationale, un nombre relativement élevé d'historiens se sont intéressés à son élaboration et à son impact. Si l'on tente une classification, dont l'apport clarificateur n'évite pas l'écueil de l'effet grossissant, on peut diviser les études portant sur cette question en trois catégories :

– premièrement, l'histoire financière a surtout retenu de l'intervention de la SDN le redressement rapide de la devise autrichienne et la contribution de l'emprunt international à cette consolidation monétaire. À partir de l'entame du plan, tandis que l'émission a connu un succès sur les grandes places financières, la couronne devient en effet une monnaie très stable[3] ;

– deuxièmement, l'histoire des relations internationales a généralement posé un regard plus critique sur le programme. Les exigences du Comité financier de la SDN et ses relations avec les autorités autrichiennes provoquent de graves troubles politiques et les résultats économiques du plan ne correspondent guère au discours auto-glorificateur que l'organisation genevoise émet à son sujet[4] ;

– troisièmement, certains auteurs sont allés plus loin, insistant sur le coût très élevé des mesures d'austérité pour les salariés et sur l'incapacité de l'Autriche,

---

2. Louis Pauly, « The League of Nations and the Foreshadowing of the International Monetary Fund », *Princeton Essays in International Finance*, n° 201, 1996.

3. Frank Beyersdorf, « "Credit or Chaos". The Austrian Stabilisation Programme of 1923 and the League of Nations », *in Internationalism reconfigured: Transnational ideas and movements between the World Wars*, Londres, IB Tauris, 2011, p. 135-157 ; Julio Santaella, « Stabilization Programs and External Enforcement: Experience from the 1920s », *IMF, Working Papers*, n° 93/3, 1993 ; Barry Eichengreen, « The U.S. Capital Market and Foreign Lending, 1920-1955 », *in Developing country debt and economic performance*, vol. 1, Chicago, The University of Chicago Press, 1989, p. 118-119 ; Margaret G. Myers, « The League Loans », *Political Science Quarterly*, vol. 60, n° 4, 1945, p. 492-526.

4. Voir surtout Nicole Piétri, *La Reconstruction économique et financière de l'Autriche par la Société des Nations (1921-1926)*, thèse de doctorat, université Paris I, 1981. En regard de l'œuvre monumentale de Piétri, de plus de 1 600 pages, l'historiographie récente fait pâle figure. Voir par exemple Patricia Clavin, *Securing the World Economy. The Reinvention of the League of Nations*, Oxford, Oxford University Press, 2013, p. 25-33.

en raison des contraintes imposées par la SDN, à s'armer pour faire aux crises, ce qui sera démontré par son effondrement économique lors de la Grande Dépression. Ce programme de stabilisation est parfois vu en ce sens comme l'idéal-type de l'illusoire rétablissement de l'étalon-or d'avant-guerre, préconisé par les banquiers centraux et privés durant les années 1920[5].

Le présent article n'a pas l'ambition de réviser l'interprétation de l'ensemble du plan de stabilisation autrichien. En se concentrant sur un volet précis de ce programme, à savoir celui de la résorption de la dette publique et des déficits budgétaires, il éclaire toutefois sous un nouvel angle les buts politiques poursuivis par le Comité financier et le caractère paradoxal, en dépit de la cohérence apparente du discours économique de la SDN, de la cure prescrite à l'Autriche[6]. Après une première partie introductive sur l'évolution de l'économie autrichienne suite à la stabilisation, démontrant que la consolidation monétaire déclenche en fait une crise économique profonde dans le pays, l'article formule une analyse novatrice au sujet des objectifs du Comité financier, sous-jacents à sa défense des principes de l'orthodoxie financière. La thèse centrale peut être résumée de la façon suivante : si le retour à l'équilibre des finances publiques est présenté par la SDN comme un facteur décisif pour parvenir à stabiliser la monnaie, c'est surtout parce que la contrainte budgétaire permet d'exercer une influence sur les finances publiques autrichiennes. L'orthodoxie budgétaire est ainsi instrumentalisée par le Comité financier pour redimensionner et remodeler l'État.

La démonstration de cette thèse s'effectue en deux temps :

– dans la deuxième partie de l'article, les mécanismes par lesquels la SDN tente de procéder à l'amaigrissement de l'État autrichien sont mis en évidence. En dépit du rétablissement très rapide de l'équilibre du budget et de la faiblesse du niveau de la dette, les anticipations sous-estimées des rentrées fiscales futures permettent, par exemple, de limiter les dépenses publiques. L'emprunt de stabilisation, dont le montant est volontairement surévalué, est un autre instrument utilisé par le Comité financier : son service grève lourdement le

5. La littérature autrichienne est, dans l'ensemble, très critique à l'égard du plan de stabilisation. Par exemple : Hans Kernbauer, « Österreichische Währungs, Bank- und Budgetpolitik in der Zwischenkriegszeit », *Handbuch des politischen Systems Österreichs. Erste Republik*, Vienne, Manz, 1995, p. 557-560 ; Dieter Stiefel, *Die grosse Krise in einem kleinen Land. Österreichische Finanz- und Wirtschaftspolitik 1929-1938*, Vienne, Böhlau Verlag, 1988. Voir également Michel Fior, *Institution globale et marchés financiers : la Société des Nations face à la reconstruction de l'Europe, 1918-1931*, Berne, Peter Lang, 2008.

6. L'article s'appuie surtout sur les archives de la SDN (ASDN) et, en particulier, sur les procès-verbaux (PV) du Comité financier et du Comité d'Autriche du Conseil de la SDN, les deux principaux organes de décision à Genève concernant le plan autrichien. Étonnamment, les études précédentes sur la question n'ont que très peu utilisé ces sources.

budget de l'État et la libération de son produit est soumise à l'acceptation de la SDN. Autrement dit, à défaut d'une crise réelle des finances publiques, le programme de stabilisation crée artificiellement un déséquilibre dans le but de conserver la contrainte financière internationale ;

– la troisième partie démontre que, par ce biais, le Comité financier a poursuivi des objectifs politiques plus précis que l'amoindrissement de la taille de l'État. Du côté des recettes publiques, il s'agit surtout d'abaisser les impôts sur les capitaux et leurs revenus, tandis que, du côté des dépenses, c'est la politique sociale qui est principalement visée, ainsi que les secteurs de l'État dominés par les représentants de la social-démocratie et l'armée.

I. L'AUTRICHE SOUS LA SURVEILLANCE DE LA SDN : STABILITÉ MONÉTAIRE ET CRISE ÉCONOMIQUE

Un fait doit être posé d'emblée : pour l'économie autrichienne, le plan de stabilisation monétaire et financière de la SDN constitue un échec retentissant. Ce constat est bien entendu valide dans une perspective à moyen terme puisque ce programme n'a pas empêché que la crise financière européenne débute en 1931 dans ce pays. Mais ce bilan négatif est en fait valable pour la période précédente des années 1920. Le succès des dirigeants de la SDN aura surtout résidé dans leur capacité à faire passer ce premier plan de stabilisation pour un modèle du genre et à le mettre en avant pour prouver l'efficacité de l'action de l'Organisation économique et financière (OEF) de l'institution genevoise. En 1925, dans un ouvrage consacré aux cinq premières années de la SDN, le Suisse William Rappard, l'une des personnalités les plus en vue à Genève, qualifie la stabilisation autrichienne de « chef-d'œuvre » de l'organisation[7]. Avancée par un fervent libéral, alors rattaché à la Commission des mandats, cette thèse n'est pas iconoclaste ; au contraire, elle est constamment répétée par la suite. En 1930, une publication officielle de la SDN au sujet de son action monétaire internationale présente la réussite du plan autrichien de la manière suivante : « En 1922, l'Autriche, à la veille de l'effondrement et de la révolution sociale, s'est adressée à la Société des Nations, et, dans un espace de trois ans, son budget a été équilibré et sa monnaie stabilisée[8]. »

7. William Rappard, *La politique de la Suisse dans la Société des Nations, 1920-1925. Un premier bilan*, Genève, Forum, 1925, p. 72.

8. *Principes et méthodes de l'œuvre de restauration financière entreprise sous les auspices de la Société des Nations*, Genève, Société des Nations, 1930, p. 7.

En réalité, cette appréciation positive était, en coulisse, fortement contestée à la SDN par les artisans du programme de stabilisation. Dans les discussions confidentielles de ses organes de décision, la situation économique de l'Autriche est perçue négativement au milieu des années 1920. La même année de la parution de l'ouvrage de Rappard, dans une séance du 7 février du Comité financier de la SDN, l'organe chargé de la création du programme, les avis sont très pessimistes concernant l'évolution de l'économie autrichienne : les hauts fonctionnaires du comité, comme le Français Joseph Avenol, et les banquiers privés, à l'instar du président de la Société de banque suisse Léopold Dubois, établissent un inventaire des multiples déficiences de l'économie autrichienne, soulignant la faible productivité du travail, ou la rareté des crédits à long terme[9]. Le scepticisme est aussi de mise à l'intérieur du Comité d'Autriche, l'organe de supervision du Conseil de la SDN, composé des représentants gouvernementaux des principales puissances membres de l'organisation. Austen Chamberlain parle en mars 1925 de « résultats […] extrêmement peu satisfaisants » et exprime « son vif désappointement[10] ».

Cet écart entre les prises de position publiques et les discours tenus confidentiellement résulte de la volonté des décideurs à la SDN d'éviter d'ébranler la confiance des investisseurs et de délégitimer l'OEF en exposant au grand jour la précarité de la situation autrichienne[11]. Quoi qu'il en soit, les interprétations négatives de la part des banquiers internationaux ou des dirigeants anglais peuvent *a priori* surprendre. L'action autrichienne a de quoi susciter l'enthousiasme chez ces tenants de l'orthodoxie financière. Après l'hyperinflation et plusieurs tentatives avortées de sauvetage international[12], la dépréciation de la couronne est stoppée en septembre 1922 grâce au simple effet d'annonce de l'acceptation par la SDN de la création d'un programme économique en faveur de l'Autriche[13]. La mise en œuvre du plan s'avère, par la suite, très rapide. Les négociations, menées avec le chancelier autrichien Ignaz Seipel en automne, aboutissent à la signature le 4 octobre des protocoles de Genève, fixant les

9. ASDN, F/17e session/PV4, PV du Comité financier, 7 février 1925.

10. ASDN, C/SCA/6e session/PV1, PV du Comité d'Autriche du Conseil, 9 mars 1925.

11. ASDN, C 36, PV du Sous-comité d'Autriche du Conseil, 1re séance tenue à Paris, 29 janvier 1923 ; F/15e session/PV4, PV du Comité financier, 12 juin 1924.

12. Une première tentative est effectuée en 1921 à la SDN : Philip Cottrell, « Austrian Reconstruction, 1920-1921: A Matter for Private Business or the League of Nations », *in Business in the Age of the Extremes*, New York, Cambridge University Press, 2013, p. 59-75 ; Marie-Renée Mouton, *La Société des Nations et les intérêts de la France (1920-1924)*, Berne, Peter Lang, 1995, p. 478-489.

13. Remarquablement, la stabilisation est amorcée en septembre 1922, avant la signature des Protocoles de Genève. Jan van Walré de Bordes, *The Austrian Crown. Its Depreciation and Stabilization*, Londres, P. S. King, 1924, p. 132-133.

conditions de l'action de stabilisation ; une série de crédits étrangers à court terme sont octroyés à l'Autriche au début de l'année 1923, et l'emprunt international, émis sur les principales places financières à partir du printemps, connaît un franc succès, ce qui consolide la confiance en la devise autrichienne. Sous le contrôle à Vienne du Commissaire néerlandais de la SDN, Alfred Zimmerman, le programme d'austérité remplit au cours des 2 années suivantes une bonne partie de ses objectifs initiaux :

– la banque centrale autrichienne est autonomisée de l'État en 1923 ;

– le retour à l'équilibre budgétaire est atteint pendant l'année suivante, plus précocement que le projet initial l'a prévu ;

– près de 70 % des 100 000 licenciements ou mises à la retraite de fonctionnaires, exigés par la SDN, sont accomplis au milieu de l'année 1924[14].

Le scepticisme qui transparaît dans le monde financier à l'égard de la situation économique autrichienne au milieu des années 1920 n'est cependant pas dénué de fondement. Bien que la crise monétaire soit immédiatement surmontée grâce à l'intervention des créditeurs étrangers, la période de stabilisation conduit à l'éclatement d'une récession économique, sans réel coup d'arrêt avant le déclenchement de la Grande Dépression. Le taux de chômage s'accroît significativement à partir de 1923, en raison de la cure d'austérité imposée à l'État autrichien et de la fin du *dumping* des changes, qui a profité aux exportations autrichiennes pendant l'inflation : il passe ainsi de 1 % en 1921 à 8,1 % en 1924, avant de s'élever en moyenne à 12 % environ entre 1925 et 1929. Le marché des capitaux autrichien reste, après la stabilisation, dans une situation très précaire et instable. L'émission de l'emprunt de stabilisation amorce certes un afflux de capitaux étrangers en direction de l'Autriche et un retour des fortunes expatriées pendant l'hyperinflation. Mais les nouveaux investissements internationaux sont en majorité des placements spéculatifs, volatils et non productifs : en 1924, 67,8 % des importations nettes de capital en Autriche sont composées d'investissements à court terme, cette proportion atteignant 92,3 % en 1928[15]. La dépendance extérieure à l'égard de ce capital spéculatif s'avère très problématique, tant pour les banques que pour les industries autrichiennes. Durant la première moitié de l'année 1924, en conséquence de l'explosion de la bulle boursière qui a été alimentée par ces placements, une crise financière

14. 68 330 exactement. Arthur Salter, « Restauration financière de l'Autriche », *in La restauration financière de l'Autriche. Exposé général accompagné de documents principaux*, Genève, Société des Nations, 1926, p. 56. Ce chiffre correspond à un tiers environ de l'ensemble des fonctionnaires encore en activité en 1925, D. Stiefel, *Die grosse Krise…, op. cit.*, p. 82.

15. Pour les données sur le chômage et les placements internationaux : M. Fior, *Institution globale et marchés financiers…, op. cit.*, p. 424 et 393.

violente se déclenche en Autriche, conduisant à des faillites bancaires en cascade[16]. Quant aux industries du pays, elles se voient contraintes de payer des intérêts exorbitants pour obtenir des crédits : ils dépassent parfois les 25 % au milieu des années 1920[17]. L'évolution du commerce extérieur n'est guère plus reluisante. La balance commerciale autrichienne est très négative durant les années 1920 et les exportations baissent en valeur réelle entre 1924 et 1929[18]. Même si tous les pays qui ont été confrontés à l'hyperinflation passent par une période de ralentissement économique après la consolidation monétaire, l'échec de la stabilisation autrichienne est donc patent. Pour le démontrer, il est pertinent de prendre comme point de comparaison la Tchécoslovaquie. Cette région de l'ex-Empire austro-hongrois a en effet un niveau de développement assez similaire à celui de l'Autriche avant la guerre ; en outre, elle subit une très forte inflation après le conflit, sans pour autant recourir à un programme de la SDN. Le taux de chômage se situe en Tchécoslovaquie à 3,2 % en 1925 et la croissance économique y est plus soutenue qu'en Autriche pendant les années 1920[19].

De la crise économique autrichienne, qui fait suite à leur action en faveur de la stabilisation monétaire, les représentants de la SDN tirent néanmoins une conclusion étonnante. Au lieu de remettre en cause leur approche financière, ils défendent l'idée inverse : selon eux, si les résultats ne correspondent pas aux attentes, c'est parce que le retour à l'orthodoxie financière n'a pas été engagé avec suffisamment d'entrain, empêchant l'établissement d'un climat propice aux investissements. Au milieu des années 1920, le discours sur l'obligation de conforter la confiance en la stabilité financière de l'Autriche fait florès à la SDN[20]. Or, en 1925, le budget est équilibré, le niveau d'endettement public en rapport du PIB est l'un des plus bas d'Europe et le cours de la devise autrichienne est resté très stable depuis la fin de l'année 1922. Ainsi,

16. N. Piétri, *La Reconstruction économique…, op. cit.*, p. 796 et s. La crise est également précipitée par les pertes de change subies, après la stabilisation momentanée du cours du franc en mars 1924, par les acteurs du marché financier autrichien, qui avaient spéculé à la baisse contre la devise française.

17. Roman Sandgruber, *Ökonomie und Politik. Österreichische Wirtschaftsgeschichte vom Mittelalter bis zur Gegenwart*, Vienne, Überreuter, 1995, p. 365.

18. Brian Mitchell, *International Statistics. Europe, 1750-1988*, 3e éd., New York, Stockton Press, 1992, E1 et H2.

19. Alice Teichova, « A Comparative View of The Inflation of the 1920s in Austria and Czechoslovakia », *in Inflation through the Ages*, New York, Columbia Press, 1983, p. 539.

20. Voir, par exemple, les interventions de Dubois et de Walter Layton, le rédacteur en chef de *The Economist*, qui a été chargé par la SDN de l'élaboration d'un rapport sur l'économie autrichienne avec l'économiste français Charles Rist : ASDN, C/SCA/8e session/PV2, PV du Comité d'Autriche du Conseil, 10 septembre 1925 ; C/SCA/8e session/PV1, PV du Comité d'Autriche du Conseil, 4 septembre 1925.

le diagnostic de la SDN invite à s'interroger sur l'existence de motifs sous-jacents qui dirigeraient son action. Pour ce faire, il faut revenir en amont de l'établissement du programme autrichien, afin de comprendre que, derrière l'objectif annoncé d'un rééquilibrage des finances publiques, des visées plus politiques sont poursuivies.

II. LA RÉDUCTION DE L'ÉTAT PAR UNE CONTRAINTE BUDGÉTAIRE ARTIFICIELLE

Lors de l'élaboration du plan de stabilisation en 1922, la lecture que les décideurs à la SDN font de la crise autrichienne est foncièrement biaisée : ils surévaluent l'importance du déficit public autrichien. L'analyse dominante à Genève consiste à attribuer la cause de l'inflation autrichienne aux déséquilibres budgétaires, engendrés par les dépenses de guerre et financés par l'accroissement de la masse monétaire. Cette interprétation a trois implications pour le programme de stabilisation :

– premièrement, le retour à l'équilibre budgétaire devient la clé de voûte du plan de la SDN[21]. Cet objectif dépasse en importance l'autonomisation de la banque centrale par rapport à l'État ;

– deuxièmement, l'emprunt international, dont le produit net est fixé à 650 millions de couronnes-or, ne sert pas de masse de manœuvre pour défendre la devise, mais il est destiné à financer les déficits étatiques projetés pour les années 1923 et 1924, jusqu'au rétablissement de l'équilibre des comptes publics, prévu initialement en 1925. 520 millions sont affectés à la couverture de ces déficits, le reliquat de 130 millions étant dévolu au remboursement de prêts accordés précédemment par les gouvernements britannique, français, tchécoslovaque et italien[22] ;

– troisièmement, les activités de Zimmerman se concentrent surtout sur la supervision du budget, ainsi que sur la gestion du produit de l'emprunt et des gages qui y sont liés. Après la levée du contrôle direct du Commissaire général

21. Pour l'importance de la question budgétaire en amont de la création des protocoles : ASDN, C./S.C.A./P.V.1, PV de la première séance du Sous-comité d'Autriche du Conseil, 6 septembre 1922 ; Rapport d'A. Salter, directeur de la Section économique et financière, du 5 octobre 1922, *Reconstruction de l'Autriche, Accords préparés par la Société des Nations et signés à Genève*, 4 octobre 1922, p. 8-10. Le protocole n° 3, qui fixe le programme de réforme économique, démontre que le plan de stabilisation est avant tout conçu comme un retour à l'orthodoxie budgétaire : protocole n° 3, signé par I. Seipel, *ibid*., p. 45-47.

22. Protocole n° 2 et annexes au protocole n° 2, *ibid*., p. 40-44.

en juin 1926, la SDN s'octroiera le droit de le rétablir, si l'équilibre des comptes publics est sérieusement menacé[23].

Il est incontestable que le financement des dépenses publiques par les emprunts et les avances de la banque centrale est, comme ailleurs en Europe, un facteur décisif de l'emballement inflationniste en Autriche. Néanmoins, à la fin de l'année 1922, la dette et le déficit ne représentent plus les entraves principales à la stabilisation monétaire et financière. Avant d'en commencer la démonstration, il faut préciser qu'au moment de la création du programme de stabilisation, le Comité financier avance à l'aveugle dans les comptes publics autrichiens. Le chaos monétaire est tel que personne n'est en mesure d'évaluer le déficit[24]. Lors de ses réunions en septembre 1922, le Comité financier est aux prises avec des chiffres contradictoires sur le budget, recevant en pleine séance des réévaluations de la part du gouvernement autrichien sur les prévisions de recettes en raison de la dépréciation du change. Les membres du Comité financier montrent cependant une grande indifférence par rapport aux données statistiques et ne s'immiscent guère dans un débat intellectuel. Le délégué du Trésor anglais, Basil Blackett, déclare qu'« il n'y a pas lieu de poser trop de questions, car cela retarderait de beaucoup la discussion »[25]. Quant à Avenol, qui a produit le premier objectif budgétaire avec Blackett, il avoue sans embarras que tous les deux « n'ont attaché qu'une importance très relative aux chiffres donnés par les Autrichiens »[26]. Les prévisions budgétaires, qui servent de base lors de cette même session du Comité financier pour la détermination du montant de l'emprunt de stabilisation et des mesures d'austérité imposées au gouvernement autrichien, n'ont donc été fondées sur aucune statistique solide. Ce constat devrait faire réfléchir ceux qui croient voir dans l'influente commission de la SDN une réunion d'experts, et non un comité très politisé et dominé par la finance anglaise[27].

Il est vrai qu'à première vue, les comptes publics autrichiens se présentent sous les aspects les plus alarmants. En octobre 1922, le déficit budgétaire annuel est estimé à la somme de 457,4 millions de couronnes-or, soit près du double du

23. N. Piétri, *La Reconstruction économique…, op. cit.*, p. 1191 et s.

24. J. de Bordes, *The Austrian Crown…, op. cit.*, p. 21 ; ASDN, C 20, note critique sur le budget autrichien de 1923 et les résultats connus de la précédente année financière, Vienne, 1er mars 1923.

25. ASDN, F/Finance/9e session/PV2, PV du Comité financier, 9 septembre 1922.

26. ASDN, F/Finance/9e session/PV7, PV du Comité financier, 14 septembre 1922.

27. Sur l'expertise à l'Organisation économique et financière de la SDN, voir par exemple Yann Decorzant, *La Société des Nations et la naissance d'une conception de la régulation économique internationale*, Bruxelles, Peter Lang, 2011. On comparera le propos avec celui de Boyce sur l'influence de la Banque d'Angleterre : Robert Boyce, *The Great Interwar Crisis and the Collapse of Globalization*, New York, Palgrave MacMillan, 2009, p. 145-146.

montant des recettes publiques, évalué à 230,5 millions[28]. Autrement dit, pour rétablir l'équilibre des comptes de l'État central autrichien, il faudrait diviser par trois les dépenses publiques. Toutefois, cette appréciation ne tient pas compte de la situation financière extraordinaire, causée par l'hyperinflation, et de son incidence sur la détérioration du budget. En ce qui concerne les recettes, le système d'imposition directe devient totalement inopérant à cause de l'augmentation frénétique des prix, puisqu'entre le moment de la déclaration fiscale et celui de la perception de la somme d'impôt, la valeur réelle de celle-ci s'effondre. Dans le budget de l'année 1922, il est prévu que les impôts directs ne rapportent que 14,7 % des recettes de l'État central autrichien[29]. Les dépenses sont alourdies symétriquement de diverses manières par l'inflation. Même si le pouvoir d'achat des fonctionnaires décroît par rapport à l'avant-guerre, leurs salaires sont partiellement indexés à la hausse des prix, ce qui pèse sur le budget. La politique d'achat et de subventionnement publics des denrées alimentaires, pour faire baisser les prix des produits de base pendant l'inflation, engendre également des coûts très importants, tout comme les pertes de change du Trésor[30].

En clair, après avoir stimulé la croissance des prix, le découvert budgétaire devient, en 1922, la résultante de l'hyperinflation, qui amoindrit considérablement les recettes et gonfle les dépenses. Une fois que la dépréciation de la couronne et l'augmentation des prix seront arrêtées, tout indique que ce déficit se réduira très nettement de lui-même. Toujours est-il que le très gros découvert qui apparaît au budget autrichien de l'année 1922 sert de justification au Comité financier pour engager un démantèlement de l'État autrichien. Le représentant de la Banque nationale de Belgique, Albert-Édouard Janssen, a relevé l'existence, à côté d'un « déficit réel », d'un « déficit apparent résultant du décalage monétaire »[31]. Il n'est pas entendu par les autres délégués. Le Comité financier fixe, par conséquent, un objectif budgétaire très contraignant. Initialement, Avenol et Blackett ont voulu simplement aligner les dépenses sur les recettes

28. N. Piétri, *La Reconstruction économique…, op. cit.*, p. 586. Voir également ASDN, C.41.1923, premier rapport du Commissaire général de la Société des Nations à Vienne, soumis au Conseil le 1er février 1923.

29. ASDN, EFS 241, rapport du secrétariat de la Section économique et financière de la SDN, « Austria Budget » (non daté). Il s'agit ici du premier projet du budget, celui-ci étant plusieurs fois remanié par la suite pour tenir compte de la dépréciation. Pour la même appréciation concernant l'hyperinflation allemande : Peter-Christian Witt, « Tax Policies, Tax Assessment and Inflation: Towards a Sociology of Public Finances in the German Inflation, 1914-1923 », *in Wealth and Taxation in Central Europe. The History and Sociology of Public Finance*, Leamington Spa, Berg, 1987, p. 137-160.

30. N. Piétri, *La Reconstruction économique…, op. cit.*, p. 293 et s.

31. ASDN, F/Finance/9e session/PV2, PV du Comité financier, 9 septembre 1922.

fiscales de l'année 1922[32]. Cet objectif, irréaliste, est tout de même révisé à la hausse. Le gouvernement chrétien-social de Seipel a tablé, de son côté, sur un budget plus de deux fois supérieur, le situant à 495 millions de couronnes-or, ce qui aurait demandé quoi qu'il en soit une réduction de 38 % des dépenses. Après des négociations avec une délégation du Comité financier, il est finalement établi que l'effort consenti n'est pas suffisant et que le budget devra être abaissé à 350 millions de couronnes-or à partir du 1er janvier 1925[33]. Dans un rapport daté de septembre 1924, le Comité financier et Zimmerman concéderont, rétrospectivement, que la situation chaotique générée par l'hyperinflation leur a permis d'imposer à l'Autriche des mesures d'austérité très rigoureuses. Ils admettent qu'à la fin de l'année 1922, « l'incertitude la plus complète régnait dans tous les domaines » et que « la délégation [du Comité financier à Vienne] avait délibérément voulu fixer le maximum des dépenses et le niveau normal du budget à des chiffres très bas[34] ».

Au cours de l'année 1923, les prévisions sur le déficit budgétaire autrichien soulèvent « les réactions les plus fortes possible du côté tant de Whitehall que de la City », au point que le gouverneur de la Banque d'Angleterre Montagu Norman croit qu'elles risquent de compromettre l'application du second programme de stabilisation de la SDN, destiné à la Hongrie[35]. Par la suite, l'alarmisme budgétaire ne s'atténue pas parmi les banquiers et les représentants de la SDN : tandis qu'en public, l'optimisme est de mise pour raffermir la confiance des investisseurs, dans les communications confidentielles au gouvernement autrichien, la menace d'un déséquilibre des comptes publics est continuellement soulevée. Or, cette inquiétude est constamment contredite par les résultats budgétaires autrichiens, à l'équilibre à partir de 1924[36]. Dans ce contexte, les prévisions pessimistes promulguées par le Comité financier deviennent un instrument de la politique de contrainte budgétaire. Les recettes fiscales sont, par conséquent, sous-estimées dans les propositions de budget par rapport aux résultats effectifs, ce qui incite à limiter les dépenses publiques. Les deux premières années de l'application du plan, en 1923 et 1924, cette sous-évaluation prend des dimen-

32. Le montant de leur budget idéal est en effet de 220 millions de couronnes-or. ASDN, F/Finance/9e session/PV5, PV du Comité financier, 13 septembre 1922.

33. N. Piétri, *La Reconstruction économique…, op. cit.*, p. 560 et s., en particulier p. 588 pour les chiffres.

34. ASDN, C/S.C.A. 34, rapport commun du Comité financier et du Commissaire général à Vienne, 15 septembre 1924.

35. ASDN, C 20, lettre d'A. Salter, directeur de la Section économique et financière de la SDN, à A. Zimmerman, 29 novembre 1923.

36. Entre 1926 et 1928, de très légers déficits apparaissent. Toutefois, le solde de la période 1924-1929 est positif. H. Kernbauer, « Österreichische Währungs-, Bank- und Budgetpolitik… », art. cit., p. 562.

sions grotesques, les revenus exacts dépassant de 68,4 % et 73,5 % les recettes projetées. Par la suite, l'écart se réduit sans pour autant disparaître : il se situe à 21,9 % en 1925 et 18 % en 1926[37]. À défaut de doter l'Autriche d'un État pauvre, le programme de stabilisation de la SDN pousse le gouvernement à anticiper son appauvrissement et à restreindre les recettes publiques.

À côté de la surévaluation de l'ampleur des difficultés budgétaires en 1922 et des prévisions pessimistes ultérieures, l'emprunt de stabilisation participe lui-même à la politique de contrainte sur les dépenses de l'État autrichien entreprise par le Comité financier. Il est difficile de contester que l'émission de cette immense opération financière, de loin la plus importante entreprise sous le patronage de la SDN, est démesurée : déterminé par les prévisions erronées sur les déficits, son montant nominal correspond aux deux tiers environ de celui de l'emprunt Dawes accordé en 1924 à l'Allemagne, un pays dont la population est près de dix fois plus nombreuse que celle de l'Autriche[38]. En raison de la destruction de la valeur réelle de la dette publique autrichienne pendant l'hyperinflation et de la stabilisation de la devise à un taux de change faible, selon le souhait anglais, l'emprunt international et les divers crédits à court terme octroyés par les gouvernements étrangers constituent l'essentiel de l'endettement de l'État central. Au milieu des années 1920, sa dette est très basse en comparaison internationale : elle équivaut en 1925 à 23 % du PNB, alors qu'en Grande-Bretagne et en France son montant est deux fois supérieur environ à celui du revenu national. Remarquablement, 87 % de l'endettement public à long terme de l'État central autrichien est détenu à l'étranger, l'emprunt de la SDN ayant lui-même contribué à huit dixièmes de cette dette extérieure[39]. Or, cet accroissement de l'endettement public, causé par l'emprunt de stabilisation, n'a que peu de justification d'un point de vue macroéconomique. À cause du retour précipité à l'équilibre budgétaire, le produit du crédit de la SDN est employé très modestement à sa fonction initiale, à savoir la consolidation des déficits publics autrichiens tels qu'ils sont anticipés selon le plan de stabilisation pour les années 1923 et 1924. En juin 1926, au moment de la cessation du contrôle direct du Commissaire général sur les finances publiques autrichiennes, seuls 13,1 % de sa somme auront été consacrés à cet usage[40].

---

37. D. Stiefel, *Die grosse Krise…, op. cit.*, p. 77.

38. Le montant nominal de l'emprunt de la SDN est de 156 millions de dollars, contre 229 millions de dollars pour l'emprunt Dawes. League of Nations, *Europe's Capital Movements, 1919-1932. A Statistical Note*, juin 1943, p. 17.

39. Pour les données sur l'endettement autrichien : D. Stiefel, *Die grosse Krise…, op. cit.*, p. 123 et 128. Pour le montant de la dette en France et en Grande-Bretagne : *Public Debt, 1914-1946,* Lake Success, United Nations, 1948.

40. A. Salter, « Restauration financière… », art. cit., p. 79.

Durant les années 1920, l'hypothèse que le montant de l'emprunt international aurait été volontairement gonflé par le Comité financier est courante chez les dirigeants autrichiens. Elle est formulée, parmi d'autres, par le ministre des Finances, Viktor Kienböck, dans un ouvrage paru en 1925 sur le programme d'assainissement[41]. L'endettement extérieur du gouvernement autrichien a en effet deux conséquences heureuses pour la politique de contrôle budgétaire de la SDN :

– d'une part, en dépit de la situation d'équilibre des comptes, la surveillance sur la libération du résidu du produit de l'emprunt permet au Comité financier, comme on le verra dans la troisième partie de l'article, de conserver un levier pour influencer le gouvernement autrichien ;

– d'autre part, les intérêts et les amortissements du crédit international conduisent à un transfert des ressources fiscales aux prêteurs et contribuent, par ce biais, à la limitation de l'interventionnisme étatique en Autriche.

L'incidence sur les finances publiques de l'opération de la SDN n'est pas anodine : dans le budget du gouvernement autrichien de 1924, 14,7 % des dépenses brutes de l'administration centrale sont destinées au service de la dette, 86,3 % de la somme de ce service étant consacrés à l'emprunt de stabilisation[42]. L'émission de l'emprunt international peut donc être considérée comme une opération factice de consolidation des déficits publics, accentuant la contrainte budgétaire sur l'État autrichien. Il faut relever qu'après les lourdes pertes essuyées par les placements étrangers pendant l'inflation, le crédit de la SDN offre également aux prêteurs internationaux une rente sûre et, somme toute, assez juteuse. L'emprunt bénéficie de l'estampillage informel du Comité financier de la SDN, c'est-à-dire de l'appui de la Banque d'Angleterre, et de la garantie des gouvernements de l'Entente, sans présenter de risque de change puisqu'il est évidemment émis en monnaies étrangères, et non en couronnes, sur les places financières. Son intérêt est tout à fait respectable, le taux nominal variant de 6 à 7 % sur les marchés. Après le déclenchement de la Grande Dépression, alors que les souscripteurs ont déjà encaissé plus que leur mise initiale, son cours se maintient remarquablement en comparaison de l'effondrement de la valeur des titres des autres opérations patronnées par la SDN[43].

---

41. Viktor Kienböck, *Das österreichische Sanierungswerk*, Stuttgart, Ferdinand Enke, 1925, p. 30.
42. N. Piétri, *La Reconstruction économique…, op. cit.*, p. 777-779.
43. M. Fior, *Institution globale et marchés financiers…, op. cit.*, p. 426-427, 517 ; D. Stiefel, *Die grosse Krise…, op. cit.*, p. 136-141. Pendant l'année 1934, le cours de l'emprunt autrichien oscille à New York entre 91,1 et 102,9, alors qu'il se situait initialement à 90. L'emprunt est finalement converti en 1935 et les souscripteurs sont remboursés.

Les prévisions erronées du Comité financier sur les recettes étatiques à la fin de l'année 1922, suivies de projections pessimistes, ont non seulement légitimé la mise en œuvre de politiques d'austérité, mais elles ont conduit paradoxalement à une croissance de l'endettement public autrichien. La dette extérieure a en retour entravé l'interventionnisme étatique, en raison de la situation de dépendance dans laquelle elle a placé le gouvernement autrichien par rapport au contrôle de la SDN et à cause de l'incidence des intérêts et des amortissements sur le budget de l'État. Dévoué à la restauration de la discipline monétaire en Europe, le Comité financier de la SDN a ainsi engagé une politique d'austérité budgétaire à l'égard de l'Autriche par une application très malléable des principes de l'orthodoxie financière : ne bénéficiant pas après l'hyperinflation des chaînes d'or, qui lient les États au marché financier par l'intermédiaire de la dette publique, il a attaché, pour reprendre la citation en exergue, l'Autriche à une « corde » qu'il a façonnée de toutes pièces. Doit-on aller jusqu'à conclure que la mise en dépendance par la contrainte budgétaire est plus importante que le respect de l'orthodoxie budgétaire à la SDN ? Certains des acteurs principaux du programme genevois expriment cette idée. Tant le représentant de la City Henry Strakosch que le commissaire Zimmerman déplorent en 1924 le retour à l'équilibre des comptes publics autrichiens, parce qu'il leur fait perdre un moyen de pression essentiel pour orienter la politique financière du gouvernement. À une telle appréciation formulée par Zimmerman, Strakosch répond le 15 janvier 1924 : « Je suis en gros d'accord avec vous que c'est plutôt dommage que les recettes aient montré une amélioration si marquée et que, en raison de ces circonstances, le gouvernement est plus indépendant et en profite pleinement en ce qui concerne les dépenses[44]. »

III. SOCIOLOGIE FINANCIÈRE D'UNE TENTATIVE DE MISE SOUS TUTELLE : DIMINUTION DE L'IMPOSITION DU CAPITAL ET POLITISATION DU PROGRAMME D'AUSTÉRITÉ

La cure d'amaigrissement imposée par la SDN à l'État autrichien n'a pas pour seul objectif la libéralisation économique. Elle répond également à des visées plus politiques. Pour comprendre cette dimension du programme genevois, il faut entrer un peu plus en profondeur dans les détails du programme de réforme des finances publiques. Commençons par les recettes. Lors de l'élaboration des

44. ASDN, C 20, lettre de H. Strakosch à A. Zimmerman, 15 janvier 1924. Pour la lettre initiale : lettre d'A. Zimmerman à H. Strakosch, 5 janvier 1924.

protocoles de Genève en automne 1922 et des discussions de la délégation du Comité financier à Vienne qui ont suivi, il a été décidé que le Commissariat général de la SDN est habilité à intervenir sur le niveau des rentrées fiscales, mais il ne s'immiscera pas dans le débat intérieur sur la répartition des charges d'impôts. Cette prudence est dictée par des impératifs politiques : alors que les sociaux-démocrates contestent la tutelle étrangère sur l'État autrichien, leur appui est indispensable pour que les deux tiers du parlement valident une modification constitutionnelle accordant les pleins-pouvoirs financiers au gouvernement. La réforme fiscale qui est engagée en décembre 1922 par le gouvernement de Seipel reste très conservatrice. Dans le budget ajusté de février 1923, les rentrées des impôts directs sont inférieures à la part des dépenses dévolues au service de la dette publique. Autrement dit, l'imposition sur les revenus et la fortune devrait servir essentiellement à payer les créditeurs internationaux[45].

Les rendements des impôts directs s'avèrent meilleurs que les projections initiales. Il n'empêche que le financement de l'État central autrichien pendant la suite des années 1920 continue de reposer largement sur des taxes frappant la consommation, tandis qu'après son délitement durant l'hyperinflation, l'imposition sur le revenu et la fortune n'est réhabilitée que modérément. Les revenus des impôts indirects représentent sept dixièmes environ des rentrées fiscales de l'État central entre 1923 et 1929. En comparaison internationale, la contribution des impôts directs est faible au milieu des années 1920. En 1924, elle correspond à 30,2 % des recettes fiscales contre 35,9 % en France, 42,5 % en Allemagne et 59,1 % au Royaume-Uni[46]. Il faut ajouter que le niveau général des prélèvements fiscaux est lui-même relativement bas en Autriche après la stabilisation. Selon une étude d'expertise conduite par la SDN, la quote-part fiscale globale sur le territoire de la future République d'Autriche était la plus élevée d'Europe avant le conflit, mais elle se serait affaiblie pendant les années 1920. Alors qu'elle est estimée à 17,2 % avant la guerre, elle se situerait à 15 % au milieu des années 1920. Au contraire, les quotes-parts fiscales se sont aggravées considérablement dans les autres pays au cours de cette période. Selon cette même étude, elles auraient augmenté en France de 13,2 % à environ 18 % et, au Royaume-Uni, de 11,3 % à environ 20 %[47]. Bien qu'elles relativisent quelque peu l'écart entre l'indice autrichien et celui des autres pays, les séries

45. N. Piétri, *La Reconstruction économique…, op. cit.*, p. 682-685. Les impôts directs devraient rapporter 679 milliards de couronnes, tandis que le service de la dette publique coûte 715 milliards.

46. Peter Flora, *State, Economy, and Society in Western Europe 1815-1975. A Data Handbook in two Volumes*, vol. 1, Francfort, Campus Verlag, 1983, p. 282 et s.

47. ASDN, [document non classé], Memorandum on the taxable capacity of Austria, par Per Jacobsson, 9 juin 1924.

rassemblées rétrospectivement par Peter Flora appuient ce constat[48]. En clair, le mythe tenace, alimenté avec force par le Comité financier, selon lequel les impôts autrichiens seraient très lourds[49], est démenti par les statistiques. Les milieux des affaires autrichiens sont eux-mêmes enclins à l'admettre. Lors d'un entretien avec le futur directeur de la Banque des règlements internationaux (BRI) Per Jacobsson en mai 1924, le secrétaire général de la *Hauptverband der Österreichischen Industrie* concède que « l'imposition actuelle de l'Autriche n'est, dans l'ensemble, pas très élevée ». Et d'ajouter : « Bien sûr publiquement nous disons qu'elle est élevée[50]. »

Mais le Comité financier ne se satisfait pas de cette situation. Au milieu des années 1920, il abandonne sa réserve initiale et décide d'intervenir sur la répartition des charges fiscales en Autriche. Le Comité financier tente de parachever la restauration fiscale par une réduction drastique des taxes sur les transactions bancaires et boursières. Ces impôts sur le chiffre d'affaires constituent, en quelque sorte, le seul résidu du projet social-démocrate à la sortie de la guerre de faire contribuer lourdement le capital aux rentrées de l'État central : ils rapportent, en 1923, une somme importante, correspondant à 8 % des recettes publiques[51]. En septembre 1924, le Comité financier saisit l'occasion d'une requête formulée par le gouvernement autrichien d'un réajustement à la hausse des objectifs budgétaires pour demander, en contrepartie de son assentiment, une réduction des taxes sur les transactions financières[52]. Les réformes fiscales, conduites par le gouvernement, répondent intégralement à cette demande. Alors qu'en 1923, 47 % des recettes des impôts sur le chiffre d'affaires reposaient sur des taxes sur les activités financières, celles-ci ne rapportent plus que 0,4 % en 1929, les 99,6 % étant supportés par l'imposition de la consommation[53]. Relevons que la contribution à l'impôt sur le revenu des charges pesant sur le capital est elle-même presque nulle : alors qu'elles participaient à hauteur de 14 % aux recettes de l'impôt avant la guerre, cette contribution n'atteint plus que 1 % en 1923 et 2 % en 1929[54]. Le programme de stabilisation monétaire et financière de l'Autriche fait donc table rase de l'imposition du capital et de ses revenus.

---

48. En 1925, les quotes-parts fiscales globales suivantes sont données par Flora : Autriche, 18 % ; France, 18,3 % ; Allemagne, 20,7 % ; Royaume-Uni, 21,8 %. P. Flora, *State, Economy…, op. cit.*, p. 263.
49. Par exemple : ASDN, F/17e session/PV5, PV du Comité financier, 8 février 1925.
50. ASDN, C 32, Notes on conversation with Dr. Weiss-Wellenstein, Generalsekretär des Hauptverbandes der Oesterreichischen Industrie, 5 mai 1924.
51. D. Stiefel, *Die grosse Krise…, op. cit.*, p. 11.
52. ASDN, F/16e session/PV2, PV du Comité financier, 10 septembre 1924 ; F/17e session/PV3, PV du Comité financier, 7 février 1925.
53. M. Fior, *Institution globale et marchés financiers…, op. cit.*, p. 377.
54. D. Stiefel, *Die grosse Krise…, op. cit.*, p. 10.

Passons aux dépenses. Avec le retour à l'équilibre budgétaire, des conflits surgissent entre le gouvernement autrichien et le Comité financier concernant l'usage du reliquat de l'emprunt pour des investissements publics et de l'augmentation du plafond budgétaire établi à la fin de l'année 1922. Tandis que Zimmerman se montre prêt à accéder, dans une certaine mesure tout du moins, à un assouplissement de la politique d'austérité en faveur de l'Autriche, ce sont surtout les délégués anglais de l'Organisation économique et financière de la SDN qui font barrage à l'octroi de concessions[55]. Toujours est-il qu'un compromis assez favorable au gouvernement autrichien est trouvé en septembre 1924. Le plafond des 350 millions de couronnes-or est rehaussé à 495 millions, ce qui correspond exactement au projet présenté à l'automne 1922 par les négociateurs autrichiens[56]. Après le départ de Vienne de Zimmerman en juin 1926, la SDN devient plus tolérante concernant l'utilisation du reliquat pour des dépenses d'investissement, même si elle conserve un contrôle sur l'emploi du solde de l'emprunt. À cette date, 37,8 % de sa somme ont servi à des dépenses d'investissement[57]. Le pourcentage du montant des investissements publics par rapport à celui du budget de l'État central autrichien augmente assez nettement pendant la seconde moitié des années 1920 : il évolue de 6,4 % en 1925 à 10,8 % en 1928[58].

L'attitude plus accommodante du Comité financier trouve son origine dans l'irréalisme du plafond budgétaire initial, qui, on s'en souvient, a été volontairement fixé à un montant très faible pour justifier le programme d'austérité. Elle s'explique aussi par la politique de dépenses publiques du gouvernement chrétien-social. Placés en grande partie dans l'électrification des chemins de fer, les investissements servent, dans une certaine mesure, à financer des entreprises privées. Ces dépenses se maintiennent d'ailleurs à un niveau limité en dépit de leur croissance : le montant des investissements correspond, en moyenne, à 9,1 % des dépenses publiques de l'État central entre 1924 et 1928, tandis que ce pourcentage se situe à 37,8 % dans la Ville de Vienne pendant la même période[59]. Il n'empêche que le consentement à l'augmentation des dépenses du gouvernement autrichien démontre que, derrière le programme général de redimensionnement de l'État, le Comité financier et le Conseil de la SDN

55. Par exemple : ASDN, F/16e session/PV4, PV du Comité financier, 11 septembre 1924.
56. 50 millions supplémentaires sont accordés pour des dépenses d'investissements. N. Piétri, *La Reconstruction économique…, op. cit.*, p. 850-896.
57. A. Salter, « Restauration financière… », art. cit., p. 78-80.
58. Fritz Weber, « Staatliche Wirtschaftspolitik in der Zwischenkriegszeit. Zum Investitionsverhalten der öffentlichen Hand 1918-1938 », *Handbuch des politischen Systems Österreichs. Erste Republik*, Vienne, Manz, 1995, p. 539.
59. *Ibid*., p. 539-545.

cherchent avant tout à diminuer certains secteurs précis de son action. À partir de septembre 1922, leurs membres attaquent principalement quatre activités :

– l'administration des chemins de fer ;

– les dépenses sociales ;

– les subventions aux régions et aux communes ;

– l'armée.

Le choix des deux premiers secteurs s'explique aisément au regard de la politique de la SDN. L'administration des chemins de fer est très déficitaire et les dépenses sociales s'élèvent considérablement avec le licenciement et la mise à la retraite des fonctionnaires[60].

La dimension politique du programme de la SDN transparaît le mieux sur les deux autres points de son plan de restructuration de l'État autrichien. Si le Comité financier tente de diminuer les subventions aux communes, c'est parce qu'elles bénéficient surtout à Vienne et que cette dernière est un bastion de la social-démocratie. La gestion financière hétérodoxe des dirigeants de la capitale suscite, tout au long des années 1920, les plus vives critiques de la part des membres du Comité financier, qui déplorent l'absence de contrôle international sur son budget[61]. Mais les préoccupations politiques surpassent plus nettement encore les considérations financières concernant la réduction des dépenses de l'armée. Il faut rappeler qu'au point de vue des relations internationales, le plan de sauvetage de la SDN doit servir à garantir la souveraineté de l'Autriche et faire barrage à l'*Anschluss*, envisagé favorablement par les sociaux-démocrates autrichiens à la sortie de la guerre. Il n'empêche qu'au travers de ce programme officiel, les grandes puissances et la SDN ne démontrent pas une volonté d'autonomiser l'Autriche par rapport à l'influence extérieure. Au début de l'année 1923, en dépit de la crise européenne, le Comité d'Autriche du Conseil et Zimmerman cherchent en effet à réduire au maximum les effectifs de l'armée autrichienne[62].

---

60. N. Piétri, *La Reconstruction économique…, op. cit.*, p. 1281. La cure d'austérité imposée par le Comité financier comporte, là encore, une dimension paradoxale puisqu'elle aggrave le mal qu'elle entend combattre. Dans le budget de 1926, qui sert de base à l'assouplissement du contrôle de la SDN, 42,9 % des dépenses de l'État central sont affectés à des emplois qui ont gonflé à cause de cette cure. Sur des dépenses totales de 723,84 millions de schillings, 127,83 sont consacrés aux pensions de l'administration centrale, 75,51 au service de l'emprunt de la SDN, 66,83 à l'administration sociale et 40,2 aux pensions des Chemins de fer fédéraux et de la Südbahn.

61. M. Fior, *Institution globale et marchés financiers…, op. cit.*, p. 451-460.

62. Lors d'une séance du Comité d'Autriche, à la fin janvier 1923, René Viviani, Arthur Balfour et Antonio Salandra demandent, tour à tour, à Seipel de dépasser les exigences du traité de Saint-Germain concernant la réduction de l'armée. ASDN, C/SCA/2e session/PV1, PV de la deuxième session du Sous-comité d'Autriche du Conseil de la SDN, 29 janvier 1923. Voir également N. Piétri, *La Reconstruction économique…, op. cit.*, p. 533-538.

Zimmerman écrit, par exemple, en janvier 1923 : « Dans mon opinion, l'armée est assez superflue ». Il justifie son opinion par la conviction que l'Autriche bénéficiera de l'assistance des puissances de l'Entente en cas de violation de frontières, tout en ajoutant, non sans faire preuve d'exagération, que « l'armée est composée dans une large mesure d'éléments socialistes et même communistes ». Pour Zimmerman, comme pour le Comité d'Autriche, ce projet ne résulte pas d'un calcul budgétaire. Afin de garantir la sûreté intérieure, devant le risque d'une recrudescence des troubles sociaux après l'institution du programme de la SDN, son plan consiste à transférer les ressources de l'armée vers la police. Et ne manque-t-il pas de souligner que la gendarmerie est « un reste du précédent régime », constitué « d'éléments bien meilleurs et dignes de confiance[63] ».

Conclusion

Le discours auto-glorificateur de la SDN sur le succès du plan de reconstruction autrichien se fondait sur la réussite de l'emprunt international, de la stabilisation monétaire et du retour à l'orthodoxie budgétaire. Non seulement cette appréciation fait fi des principaux indicateurs de l'évolution économique de l'Autriche, qui démontrent que le pays est en crise avant la Grande Dépression, mais encore elle ne met pas en évidence que ces objectifs financiers ont été instrumentalisés par la SDN et les créditeurs, afin d'amoindrir certains secteurs de l'État et d'accentuer la dépendance extérieure de l'Autriche. Derrière l'apparat très orthodoxe du programme de la SDN se dissimulent toutes sortes de pratiques financières douteuses, comme la surévaluation systématique des déficits ou l'octroi d'un grand emprunt international dont la dimension n'est pas justifiée économiquement. Ces pratiques permettent finalement au Comité financier de conserver une influence sur l'État autrichien, en situation de stabilité monétaire et d'équilibre budgétaire.

L'argumentation présentée dans cet article contribue à démentir une appréciation apologétique ou du moins complaisante des programmes de stabilisation du Comité financier, caractéristiques de la domination sur les relations économiques internationales exercée par les banquiers privés et les banques centrales durant les Années folles. Elle permet de dépasser l'interprétation

63. ASDN, C 3, projet de note très confidentielle pour A. Balfour d'A. Zimmerman, 28 janvier 1923. Selon le plan initial, il est finalement prévu de diviser presque par deux les dépenses semestrielles de l'armée, en les faisant passer de 48,7 millions de couronnes-or au premier semestre de 1923 à 26,2 millions au premier semestre de 1925, note de De Bordes pour apprécier si des économies à réaliser sur l'armée sont soumises au contrôle du Commissaire général, 20 mars 1923.

critique, par ailleurs correcte, qui considère que la cure d'austérité imposée par la SDN a pesé lourdement sur l'industrie et les salariés autrichiens. En mettant au premier plan les objectifs politiques soutenus par la contrainte financière, l'article invite à envisager le discours de l'orthodoxie budgétaire, tel qu'il est défendu pendant les stabilisations monétaires des années 1920, comme un moyen et non une fin.

LE SURENDETTEMENT DES PAYS D'AFRIQUE SUBSAHARIENNE ET LES PRÊTEURS MULTILATÉRAUX[1]

Marc RAFFINOT

Introduction

Les pays d'Afrique subsaharienne à faible revenu se sont pour la plupart endettés rapidement après leur indépendance. Cet endettement a été facilité par le fait que, dans les années 1970, le développement des marchés financiers internationaux et la concurrence croissante entre les banques ont conduit nombre d'entre elles à se tourner vers les pays en développement, qu'ils soient à revenus intermédiaires ou même à faible revenu pour essayer d'accroître la rentabilité de leurs placements. Le risque de tels placements n'apparaissait pas clairement à l'époque, étant donné la forte croissance de ces pays et l'inflation élevée qui rendait les taux d'intérêt réels négatifs.

Cet endettement rapide a commencé à poser problème lorsque l'environnement international s'est modifié radicalement au début des années 1980. Le changement de politique monétaire aux États-Unis entraîna un accroissement brutal des taux d'intérêt, ce qui, combiné avec le second choc pétrolier, conduisit à une baisse du taux de croissance de l'économie mondiale. L'approche dominante sur le plan économique et politique passa alors du keynésianisme au néo-libéralisme avec l'arrivée au pouvoir de R. Reagan et M. Thatcher. Ce changement radical toucha également les organisations de Bretton Woods, la Banque mondiale et le FMI, qui soutenaient jusque-là des politiques de développement centrées sur l'industrialisation et impulsées par le secteur public.

Le choc pétrolier conduisit nombre de pays d'Afrique subsaharienne à demander l'intervention du FMI au début des années 1980 pour leur procurer les devises qui leur manquaient pour faire face au surcoût de leurs importations, et au remboursement de leur dette extérieure. Les pays pétroliers eux-mêmes (Congo-Brazzaville, Gabon) ne tardèrent pas à se joindre à ce mouvement, car ils avaient utilisé les ressources supplémentaires procurées par le choc pétrolier

1. L'auteur remercie les participants au séminaire pour leurs remarques, et M. Kéba Goudiaby pour son assistance à la recherche.

pour accroître leurs dépenses publiques et emprunter à des taux élevés pour des projets à rentabilité douteuse.

Les politiques d'ajustement structurel (PAS) imposées par les institutions de Bretton Woods (IBW) aux pays à faible revenu (PFR) étaient censées remettre en ordre les finances publiques et restaurer la solvabilité externe. Le diagnostic implicite était donc que l'endettement était soutenable, que les rééchelonnements pouvaient suffire à traiter le problème sans abandon de créance. Les PAS furent donc accompagnées jusqu'en 1989 par des rééchelonnements de dette en clubs de Paris et de Londres qui se bornaient à repousser les échéances en tablant sur un retour à la soutenabilité.

Suite à la multiplication des rééchelonnements, les créanciers bilatéraux rompirent avec cette stratégie en 1989 en mettant en place au club de Paris un traitement de Toronto qui comprenait, pour la première fois, une timide réduction du service de la dette examinée par le club. En même temps, beaucoup d'organismes officiels bilatéraux réduisirent les prêts pour se limiter aux dons dans le cas des pays à faible revenu.

Il fallut encore 8 ans pour qu'en 1997 la première initiative de réduction de la dette multilatérale – initiative « pays pauvres très endettés » (PPTE) – soit mise en place pour réduire la dette des pays à faible revenu considérés comme trop endettés. Ceci ne fut toutefois pas suffisant et en 1999 une initiative PPTE dite « renforcée » sera décidée. Enfin en 2005 un nouveau programme, l'initiative d'allégement de la dette multilatérale (IADM), vint annuler totalement la dette multilatérale des PPTE.

Cette histoire assez chaotique pose un problème fondamental pour des organismes de financement du développement : quand faut-il arrêter de prêter ? Certains organismes, comme la Banque mondiale ou l'Agence française de développement (AFD) ont des procédures qui leur intiment de cesser les décaissements lorsque les remboursements dus ne sont pas versés, passé un certain délai. Mais le FMI devrait répondre à des objectifs plus complexes, puisqu'on peut dans une certaine mesure le décrire comme un « prêteur en dernier ressort », analogue à une banque centrale qui fournit de la liquidité durant les crises aux banques illiquides, mais solvables (celles qui ont un problème de remboursement momentané, mais pas définitif)[2].

Le contexte du financement des pays à faible revenu est particulier du fait de leur exclusion des marchés financiers internationaux entre le début des années 1980 et le début des années 2000. Les PFR n'avaient alors d'autre source

2. Michel Aglietta et Sandra Moatti, *Le FMI. De l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Paris, Economica, 2000.

de financement que des organismes publics, bilatéraux ou multilatéraux. Les premiers ont largement abandonné les prêts pour se tourner vers les dons, alors que progressivement les seconds devenaient pratiquement les seuls prêteurs. Ainsi, les relations entre créditeurs et débiteurs dans les cas des PFR se sont progressivement réduites pour se limiter à une relation avec le FMI, la Banque mondiale – essentiellement l'Association internationale pour le développement, ou International Development Association (IDA) – et d'autres banques de développement – comme la Banque africaine de développement (BAD), dans le cas des pays africains. Le mandat de ces organismes est compliqué, car ils sont à la fois des institutions financières, des bureaucraties publiques, des agences de développement et des accumulateurs de savoirs, voire des agents d'influence idéologique[3]. Des tensions peuvent donc apparaître entre ces objectifs plus ou moins contradictoires. Les prêts qu'ils fournissent aux PFR sont concessionnels (depuis 1960 dans le cas de l'IDA, depuis 1986 dans le cas du FMI) : ils sont bonifiés par les ressources publiques bilatérales de manière à pouvoir être effectués à des taux très faibles et sur des durées très longues.

Dans cet article, nous étudierons le rôle qu'a joué le financement des IBW dans le processus qui a conduit les pays d'Afrique subsaharienne à faible revenu au surendettement, avant que les initiatives de réduction de dette ne restaurent leur solvabilité. Plus précisément, nous chercherons à savoir, d'une part, si les IBW ont prêté à des pays surendettés et, d'autre part, si ces prêts ont accéléré le processus de surendettement.

I. PROBLÉMATIQUE

Pour répondre à ces questions, la première étape consiste à définir une mesure du surendettement. La question, épineuse, soulève bien des polémiques. Afin de ne pas compliquer les choses, nous nous en tiendrons ici aux mesures retenues par les IBW elles-mêmes. Ce choix ne règle pourtant pas tous les problèmes, car les normes des IBW ont fluctué, ne serait-ce qu'entre les deux initiatives PPTE de 1997 et de 1999[4].

Le ratio le plus « naturel » serait sans doute celui qui a permis au plus grand nombre de pays d'être considérés comme surendettés au cours de l'initiative

3. Paul Mosley, Harrigan Jane et John Toye, *Aid and Power: The World Bank and Policy-based Lending*, Londres, Routledge, 1995 ; Jean-Pierre Cling et François Roubaud, *La Banque mondiale*, Paris, La Découverte, 2008.

4. Marc Raffinot, « Mesurer le surendettement des pays à faible revenu : technique, éthique ou politique », *Revue Tiers Monde*, n° 213, janvier-mars 2013, p. 51-70.

PPTE. Suivant ce critère, le ratio pertinent serait le rapport entre la valeur actuelle de la dette extérieure et le montant des exportations de biens et services, et la norme pertinente pour le surendettement serait que ce rapport dépasse 150 %. Malheureusement, ce ratio n'a été calculé qu'épisodiquement par les IBW et n'est pas disponible publiquement. De plus, son mode de calcul est compliqué, peu transparent et a été modifié au fil du temps.

Pour cela, nous retiendrons ici le rapport entre le service de la dette et le montant des exportations de biens et services, qui est plus facile à calculer. Il est retenu comme indicateur de surendettement dans le cadre de viabilité de la dette mis en place par les IBW pour prévenir le surendettement des pays à faible revenu dans le contexte de réendettement post-IADM, après avoir été considéré comme ratio annexe dans les deux initiatives PPTE (avec des valeurs respectives de 20-25 % et 15 %). La valeur centrale de ce ratio est de 20 % (un pays ayant un ratio de plus de 20 % est considéré comme surendetté), mais il est modulé suivant la qualité de la gouvernance, elle-même mesurée par le Country Policy and Institutional Assessment (CPIA), système d'évaluation des politiques et des institutions nationales de la Banque mondiale, sur une échelle de 0 à 6. Si le CPIA est inférieur à 3,25, le ratio ne devrait pas dépasser 15 %. Par contre, si la gouvernance est considérée comme bonne (ratio supérieur à 3,75) le ratio peut atteindre 25 %. Nous utiliserons la fourchette de 15 à 25 %.

Nous chercherons alors à déterminer si les prêts de la Banque mondiale (en général de l'IDA, la filiale de la Banque mondiale pour les pays pauvres) et du FMI (en % du PIB) ont augmenté ou diminué lorsque les pays ont franchi le seuil de surendettement. Inversement, nous chercherons à déterminer si les prêts accordés par les IBW ont eu pour conséquence de faire franchir le seuil de surendettement (de 15 ou 20 %) ou simplement d'accélérer le processus menant au surendettement.

La période considérée sera la période d'accumulation de la dette, qui diffère suivant les pays considérés. Les données statistiques commencent toujours pour l'endettement en 1970 dans la base de données de la Banque mondiale, mais la date à laquelle culminent les ratios d'endettement diffère un peu.

Nous effectuerons des tests de causalité au sens de Granger pour estimer le sens de la causalité. Rappelons que ces tests permettent d'établir si la connaissance des valeurs passées d'une variable est utile pour améliorer la prévision de cette variable, en comparaison avec une prévision fondée sur les seules valeurs passées de la variable. Quatre situations peuvent être identifiées :

– une causalité d'une variable sur l'autre, dans un sens ou l'autre ;

– une causalité bilatérale ;

– une absence totale de causalité.

Pourquoi des prêts accordés par des organismes financiers pourraient-ils conduire les emprunteurs au surendettement ? Des prêteurs rationnels et bien informés ne devraient-ils pas au contraire se soucier de la soutenabilité de la dette que leurs débiteurs accumulent pour éviter des pertes ? Les travaux existants distinguent deux types de comportements des créanciers pouvant conduire au surendettement des emprunteurs : le premier est le prêt « forcé » (*loan pushing*) et le second le prêt « défensif » (*defensive lending*). On peut ajouter à cela la « malédiction du vainqueur ».

A. Prêts « forcés »

Basu[5] a montré théoriquement qu'il pouvait exister des situations de prêts « forcés » aux pays en développement de la part de créanciers privés. Charles Kindleberger (cité par Basu) a décrit cette pratique dans les années 1970 lorsque l'abondance de liquidité, la faiblesse des taux d'intérêt réels et la concurrence croissante entre banques ont conduit à une situation où les banques ont *practically forced money on the less-developed countries*[6]. Basu mentionne plusieurs raisons pour expliquer cette pratique. Les banques peuvent d'abord prêter pour favoriser l'obtention de contrats par leurs clients, lorsqu'il existe un lien entre l'argent fourni et certaines dépenses publiques de l'emprunteur qui peuvent faire l'objet de contrats pour des entités proches du prêteur. Quoique le lien soit plus ténu, cela peut également être le cas des IBW, car leurs prêts bénéficient en général à des fournisseurs spécifiques qui font pression par un lobbying bien organisé. Le risque existe notamment dans la fourniture d'assistance technique, ce qui implique un risque de corruption.

Une autre possibilité est que les banquiers (ou les bureaucrates) soient récompensés lorsqu'ils prêtent et ne soient pas sanctionnés au cas où les prêts ne sont pas remboursés. Ce risque est encore plus présent dans le cas des IBW, car la durée des prêts et des délais de grâce (10 ans dans le cas de l'IDA) fait que les décideurs en place au moment de l'attribution des prêts ont peu de chances de se trouver au même poste si les choses tournent mal. Symétriquement, c'est également le cas des décideurs publics dans les pays africains lorsqu'ils décident d'emprunter.

Dans le cas des prêts aux PFR, on peut ajouter à ces raisons le « syndrome du bon samaritain », qui pousse à prêter sans trop se soucier de la soutenabilité de la dette, juste pour satisfaire un besoin – tout en créant une incitation de la part des pays receveurs à limiter leurs efforts pour s'assurer la persistance de l'aide.

---

5. Kauschik Basu, *Analytical Development Economics. The less developed economy revisited*, Cambridge, Londres, MIT Press, 1997.

6. Traduction : « ont pratiquement gavé d'argent les pays les plus pauvres ».

B. Prêts défensifs

On nomme « prêts défensifs » des prêts qui sont accordés par un créancier à un débiteur insolvable de manière à repousser le problème à plus tard. Plus précisément, Geginat et Kraay[7] définissent ainsi les prêts défensifs :

> *« Defensive lending refers to the practice of rolling over the debts of noncreditworthy borrowers in order to prevent non-performing loans from showing up on creditors' balance sheets. Commercial lenders may engage in (and their regulators may condone) such behaviour if the explicit recognition of non-performing loans is financially (and politically) costly*[8]*. »*

Cordella et *al.*[9] en présentent en 2005 une première illustration empirique, en montrant qu'avant les initiatives de réduction de dette, le financement des PFR et leur dette ont connu une croissance parallèle, alors même que la soutenabilité de la dette posait problème. L'opposé s'est produit dans les pays à revenu intermédiaire (PRI), car les prêteurs privés sont devenus de plus en plus réticents à prêter au fur et à mesure que la dette s'est accumulée.

Geginat et Kraay mentionnent que certains auteurs[10] ont présenté un diagnostic de prêts « défensifs » : « en bref, ces critiques affirment qu'une importante motivation pour les prêts en argent frais vers les pays en développement est simplement de s'assurer que les prêts déjà effectués seront remboursés[11] ». Geginat et Kraay testent cette affirmation en évaluant la relation entre les décaissements de nouveaux prêts IDA et le remboursement des prêts en cours, et trouvent une forte corrélation entre les deux. Ils notent ainsi :

> « Nous avons vu que, même en tenant compte des variables qui sont censées rendre compte de l'allocation des fonds de l'IDA, une corrélation partielle mais forte demeure entre l'endettement envers l'IDA et les

---

7. Carolin Geginat et Aart Kraay, « Does IDA Engage in Defensive Lending? », *World Bank*, n° WPS4328, novembre 2007.

8. Traduction : « La notion de, prêt défensif, fait référence à la pratique qui consiste à refinancer les dettes de débiteurs non solvables de manière à éviter que les prêts compromis n'apparaissent comme tels au bilan des créanciers. Des prêteurs commerciaux peuvent adopter un tel comportement (que les régulateurs peuvent condamner) si la reconnaissance explicite du caractère compromis des créances est coûteuse financièrement (et politiquement). »

9. Tito Cordella, Luca Antonio Ricci et Marta Ruiz Arranz, « Debt Overhang or Debt Irrelevance? Revisiting the Debt-Growth Link », *IMF, Working Papers*, n° WP 05/223, 2005.

10. Jeremy Bulow et Kenneth Rogoff, « Grants versus Loans for Development Banks », *American Economic Review,* Papers and Proceedings, vol. 95, n° 2, 2005, p. 393-397 ; Adam Lerrick, « The Debt of the Poorest Countries: A Gold Mine for Development Aid », *Carnegie Mellon University Gailliot Center for Public Policy, International Economics Report*, juin 2005.

11. Nous traduisons.

nouveaux décaissements de l'IDA. Cette relation, qui suggère l'existence de prêts défensifs, est encore valide lorsqu'on contrôle pour les caractéristiques inobservées et invariables dans le temps[12]. »

Toutefois, les auteurs déclarent que les prêts défensifs ne sont probablement pas l'explication principale de cette corrélation :

« Cette corrélation partielle ne devrait pas être interprétée comme une preuve de prêts défensifs, pour au moins quatre raisons :

– la corrélation observée entre les décaissements et les remboursements est très fortement affectée par une poignée de pays qui ne remboursaient pas, avec les remboursements et les décaissements de nouveaux prêts qui diminuent ensemble brutalement aux alentours de ces épisodes ;

– les transferts nets vers les pays les plus endettés sont largement positifs, alors que l'hypothèse de prêts défensifs suggère qu'ils devraient être proches de zéro ;

– nous ne trouvons aucune preuve de décaissements plus élevés dans le cas des "gros" débiteurs de l'IDA, dont le défaut aurait été probablement plus coûteux politiquement pour l'IDA ;

– enfin, il n'y a pas de preuve que les décaissements aient été plus élevés dans les pays avec une faible performance qui sont les plus susceptibles de rencontrer des difficultés pour honorer un montant donné de service de la dette. »[13]

Tous ces points sont discutables, et notamment parce que l'IDA n'est pas le seul acteur du financement des pays à faible revenu. Il faudrait tenir compte de son interaction avec le FMI et les autres institutions de financement, y compris celles qui, comme l'UE, ne font que des dons. Ceci est d'autant plus vrai que les institutions bilatérales sont aussi les actionnaires des IBW.

En 2007, Marchesi et Missale[14] ont également essayé de tester l'hypothèse de prêts défensifs, mais en prenant les organismes bilatéraux et les dons en considération. Ils concluent que « comme le fait d'être un PPTE est un indicateur d'endettement élevé, cette analyse suggère que les PPTE ont reçu un traitement préférentiel juste parce qu'ils étaient très endettés, ce qui valide, au moins partiellement, à la fois l'hypothèse de prêts et de dons défensifs ».

---

12. C. Geginat et A. Kraay, *op. cit.*, p. 22 (nous traduisons).
13. *Ibid.*, p. 19.
14. Silvia Marchesi et Alessandro Missale, « How defensive were lending and aid to HIPC? », *University of Milano-Bicocca, Department of Economics, Working Papers,* n° 220, 2007, http://wp.peio.me/wp-content/uploads/2014/04/Conf4_Marchesi-Missale-29.09.2010.pdf.

Dans un autre article, Marchesi et Missale[15] ne trouvent pas de preuve de prêts défensifs, mais une forte présomption de dons défensifs. Ainsi, des niveaux élevés de dette auraient accru les dons, en plus des réductions de dette.

C. La malédiction du vainqueur

Certains économistes[16] ont utilisé ce terme pour décrire le fait que les pays qui ont été perçus comme de « bons ajusteurs » par les IBW ont bénéficié de financements importants entraînant une augmentation rapide de leur endettement. Christian Chavagneux montre que cette situation caractérise notamment des pays comme le Bénin, le Burundi, la Gambie, le Ghana, le Mali, la Tanzanie et l'Ouganda en 1992.

Ceci était d'autant plus préjudiciable pour la soutenabilité de la dette que les prêts du FMI n'étaient pas concessionnels (ce n'étaient pas des prêts à des conditions plus favorables que les conditions de marché), même pour les PFR. Ceci était conforme au mandat du FMI en tant que garant de la stabilité financière (rappelons que le FMI n'a pas été conçu comme un organisme de financement du développement). Les prêts de l'IDA, par contre, étaient concessionnels, mais pas ceux de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD). Or, certains pays africains, notamment la Côte d'Ivoire et le Cameroun, étaient des PRI au début du processus d'ajustement. Ils ne bénéficiaient donc pas de financements concessionnels.

De plus, pendant la période d'ajustement structurel, les IBW ont pratiqué un nouveau type de prêt, les prêts d'ajustement structurel (PAS). Contrairement aux prêts antérieurs, généralement effectués pour financer des projets, les PAS finançaient des déficits prévisionnels sur la base des déficits anticipés, de manière à « boucler le gap ». Cette pratique reposait sur l'idée que l'on pouvait ainsi « acheter » des réformes et provoquer à terme une réduction des déficits et un retour à la solvabilité. En réalité, il s'est avéré difficile, pour des raisons d'économie politique, de sanctionner les PFR qui ne mettaient pas en œuvre les réformes ou qui n'obtenaient pas les résultats escomptés. Ce n'est qu'à la fin des années 1990 qu'un consensus s'est établi autour de l'idée que la conditionnalité ne pouvait pas « acheter » les réformes.[17]

---

15. S. Marchesi et A. Missale, « Did high debts distort loans and grants allocation to IDA countries? », *University of Milano-Bicocca, Department of Economics, Working Papers,* n° 226, 2012.
16. Christian Chavagneux, *Ghana, une révolution de bon sens*, Paris, Karthala, 1997, p. 152-154.
17. Craig Burnside et David Dollar, « Aid, Policies and Growth », *American Economic Review*, vol. 90, n° 4, 2000, p. 847-868.

Sur le plan technique, les IBW ne mettaient pas en œuvre à l'époque d'analyse de la soutenabilité de la dette (ils ne commenceront à le faire systématiquement qu'à partir de 2002). À l'époque, l'importance des déficits plaçait sans doute la recherche de financements au premier plan, quelles que soient les conséquences à moyen et long terme.

II. SURENDETTEMENT ET INTERVENTIONS DES INSTITUTIONS DE BRETTON WOODS (IBW) : ÉTUDES DE CAS ET ANALYSE EMPIRIQUE

Dans cette partie, nous étudierons sur quelques cas la relation qui peut être faite entre le surendettement de certains pays africains et le financement des institutions de Bretton Woods. Pour cela, nous nous concentrerons sur la période d'accumulation de la dette, qui précède la période de réductions de dette entamées avec le traitement de Toronto adopté par le club de Paris en 1988.

La relation entre surendettement et financement des IBW est compliquée. Les IBW sont supposées fournir des financements plus stables que les financements privés, et de les fournir en échange d'engagements des États à respecter certaines conditions supposées permettre une réduction des déficits, et donc des besoins de financement. Pour cela, les financements des IBW étaient censés permettre le retour à la solvabilité des États secourus.

Le rôle du FMI, comme nous l'avons déjà souligné, est le plus complexe car il ressemble à celui d'un « prêteur en dernier ressort », sans en avoir toutes les attributions (notamment le pouvoir de création illimitée de monnaie). Toutefois, de manière un peu contradictoire avec ce rôle, le FMI n'avait pas le droit de prêter à des États en arriérés (qui n'avaient pas payé la totalité du service de leur dette auprès de leurs créanciers). Les règles d'intervention, largement informelles, ont évolué progressivement pour que le FMI intervienne de plus en plus auprès de pays en arriérés, tout en évitant autant que possible que ses financements soient utilisés pour rembourser les créanciers privés[18]. Rappelons enfin que la spécificité des pays à faible revenu d'Afrique est que les prêts privés disparaissent rapidement en quasi-totalité après 1982. Les acteurs du surendettement se limiteront après cette date aux acteurs publics, bilatéraux et multilatéraux, et de plus en plus aux seules IBW lorsque les prêteurs bilatéraux annuleront progressivement leurs créances à partir de 1988.

---

18. Jérôme Sgard, « The IMF meets Commercial Banks: Sovereign Debt Restructuring between 1970 and 1989 », Sciences Po/CERI, janvier 2012, http://spire.sciencespo.fr/hdl:/2441/eu4vqp9ompqllr09i41p71525/resources/2011-sgard-the-imf-meets-commercial-banks.pdf.

A. Le cas du Ghana

Le Ghana est un pays qui a commencé très tôt (dès 1979) son ajustement structurel dans le cadre de prêts des IBW – quoique le programme ait été interrompu dès 1982, et plusieurs fois par la suite (1992, 1994 et 1997). Le graphique 1 montre que le Ghana a pu être considéré comme surendetté dès 1982 (au seuil de 15 %) et jusqu'en 2000 – ou dès 1983 (au seuil de 25 %) et jusqu'en 1998. Cette situation n'a pas empêché le FMI d'intervenir massivement en 1983, et de manière plus limitée après, malgré la situation d'endettement critique du Ghana. Ces interventions, après une brève accalmie, conduisent à un pic d'endettement en 1988. Le ratio descendra ensuite dans un nouveau contexte marqué par des réductions de dette.

La Banque mondiale suit le FMI avec retard. Néanmoins, ses prêts augmentent aussi considérablement après 1983, en même temps que le Ghana franchit la limite supérieure du surendettement.

Pour préciser ces relations, il est possible d'utiliser des tests de causalité au sens de Granger. Dans le cas du Ghana (voir annexe 1), ceux-ci montrent que les prêts du FMI ont tendance à causer une baisse du ratio d'endettement – ce qui signifie que la prise en compte de prêts du FMI améliore l'estimation du ratio d'endettement par rapport à une projection qui ne tiendrait compte que des valeurs passées du ratio d'endettement.

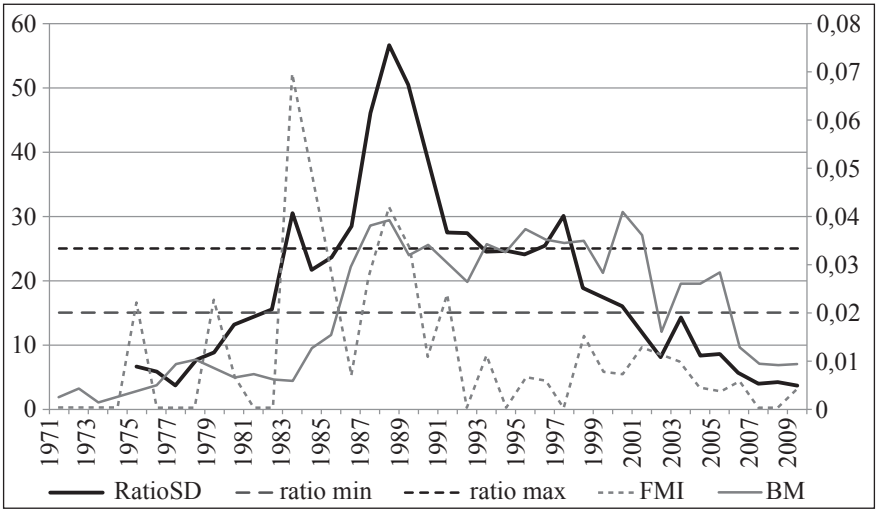
Toutefois, ce test porte sur l'endettement, et non le surendettement en tant que tel. Pour aborder cette question, nous construisons une variable muette qui prend la valeur zéro si le ratio d'endettement est en dessous du seuil de surendettement (15 ou 25 %). Le test de Granger montre alors que le surendettement (au seuil de 15 %) explique bien les prêts du FMI, mais que les prêts du FMI « causent » le surendettement au seuil de 25 %. Inversement, le fait que le Ghana ait passé le seuil de surendettement à 15 % fait augmenter les prêts du FMI, alors que le franchissement du seuil de 25 % fait baisser les prêts du FMI.

En ce qui concerne la Banque mondiale (les prêts de la BIRD et de l'IDA), les tests de causalité montrent que le surendettement au seuil de 15 % « cause » ses prêts. Cette causalité existe toujours au seuil de 25 %, mais la causalité inverse est également validée : la situation de surendettement « cause » les prêts de la Banque mondiale, qui sont en retour « causés » par la situation de surendettement. De plus, les prêts de la Banque mondiale causent (positivement) le ratio d'endettement, et le ratio de surendettement au bout d'un an, mais négativement après deux et 3 ans.

Ces résultats suggèrent que l'on se trouve bien en présence d'une « malédiction du vainqueur » puisque le Ghana, considéré comme un « bon élève » des IBW, reçoit des prêts élevés du FMI et de la Banque mondiale et s'enfonce dans le surendettement.

Graphique 1

Ghana, service de la dette (en % des exportations de biens et services, échelle de gauche) et prêts du FMI et de la Banque mondiale (en % du PIB, échelle de droite)



Source : WorlddataBank, Banque mondiale, 2015.

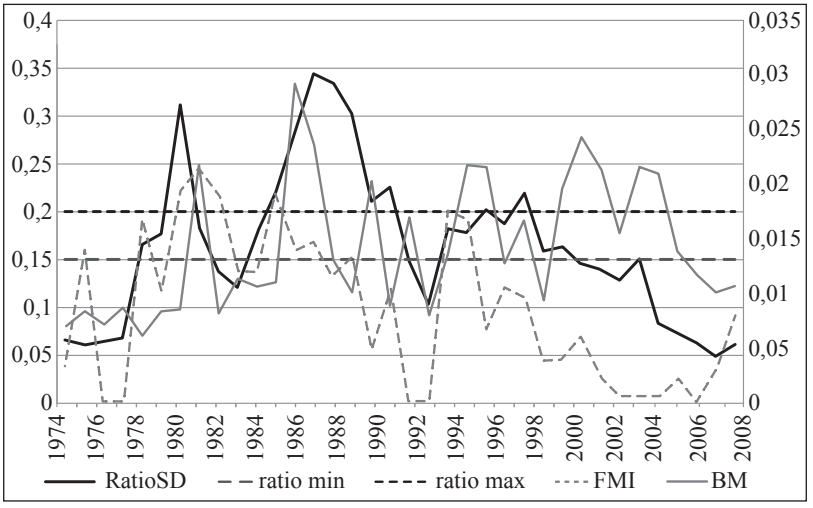
B. Le cas du Sénégal

Considérons maintenant le cas du Sénégal, qui est aussi un ajusteur précoce. Les premiers prêts du FMI sont suivis d'un premier pic de surendettement (le premier seuil est passé en 1978, le second en 1980). Les prêts de la Banque mondiale et du FMI atteignent un maximum (en pourcentage du PIB) en 1981. Un second pic de surendettement se produit en 1987, juste après les pics de prêts de la Banque mondiale et, dans une moindre mesure, du FMI.

Malgré cette relation « visuelle », les tests de causalité de Granger sur la période 1974-1987 (annexe 2) montrent que dans le cas du Sénégal, aucune relation de causalité n'est validée avec les retards d'une ou deux périodes. Ni les prêts du FMI ni ceux de la BM ne « causent » l'endettement ni le surendettement, bien au contraire, puisque leur impact est le plus souvent négatif. Dans l'autre sens, par contre, le passage du ratio d'endettement au-dessus du seuil de surendettement de 15 % « cause » les prêts du FMI et de la Banque mondiale.

Graphique 2

Sénégal, service de la dette (en % des exportations de biens et services, échelle de gauche) et prêts du FMI et de la Banque mondiale (en % du PIB, échelle de droite)



Source : WorlddataBank, Banque mondiale, 2015.

Mais l'une des raisons à cela peut être le fait, visible sur le graphique, que le retard soit en fait moins important. Les mêmes tests effectués avec un retard d'une période seulement (annexe 3) montrent que le diagnostic reste le même, avec toutefois deux modifications :

– le surendettement (à 15 %) « cause » les prêts du FMI ;

– le ratio d'endettement « cause » les prêts de la Banque mondiale.

On voit ainsi que dans le cas du Sénégal, la causalité va plutôt de l'endettement vers le financement des IBW.

C. Le cas de l'Ouganda

Le cas de l'Ouganda est un peu différent :

– d'une part, parce qu'il aurait dû être considéré comme surendetté dès le début ;

– d'autre part, parce que les niveaux d'endettement atteints par ce pays sont très élevés (80 % des exportations en 1990).

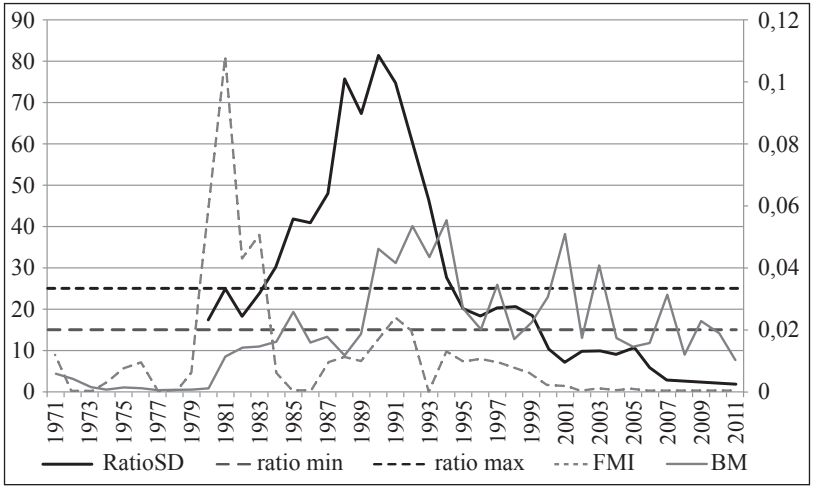
Une première vague de prêts du FMI (qui culmine en 1981) et, dans une moindre mesure, de la Banque mondiale (entraînant également d'autres prêts

multilatéraux et bilatéraux) sera suivie du pic d'endettement de 1990. Le cas de l'Ouganda illustre bien la malédiction du vainqueur, car l'Ouganda était longtemps considéré comme l'un des meilleurs élèves du FMI, fortement soutenu par des pays comme les États-Unis (l'Ouganda a été le premier pays à bénéficier des réductions de dette, notamment de la première initiative PPTE en 1986, puis de l'initiative PPTE renforcée et enfin de l'IADM en 2005).

L'Ouganda était l'un des premiers pays à se voir imposer un programme d'ajustement structurel par les IBW. Le premier programme d'ajustement a été interrompu dès 1983. Les résultats peuvent se voir sur le graphique : le ratio d'endettement a augmenté considérablement, mais après un délai de plusieurs années, ce qui s'explique sans doute par le fait que les prêts concessionnels reçus suite à la décision du FMI comportaient des délais de grâce assez importants.

Graphique 3

Ouganda, service de la dette (en % des exportations de biens et services, échelle de gauche) et prêts du FMI et de la Banque mondiale (en % du PIB, échelle de droite)



Source : WorlddataBank, Banque mondiale, 2015.

Les tests de causalité de Granger (voir annexe 3) montrent que la progression du ratio d'endettement a fait augmenter les prêts du FMI après 1, 2 et 3 ans (ainsi que ceux de la Banque mondiale après 2 ans), ainsi que le franchissement du seuil de surendettement de 25 %. En revanche, les prêts du FMI ont eu un

impact négatif sur le surendettement au seuil de 25 %. Les prêts de l'IDA ont eu un impact négatif sur l'endettement.

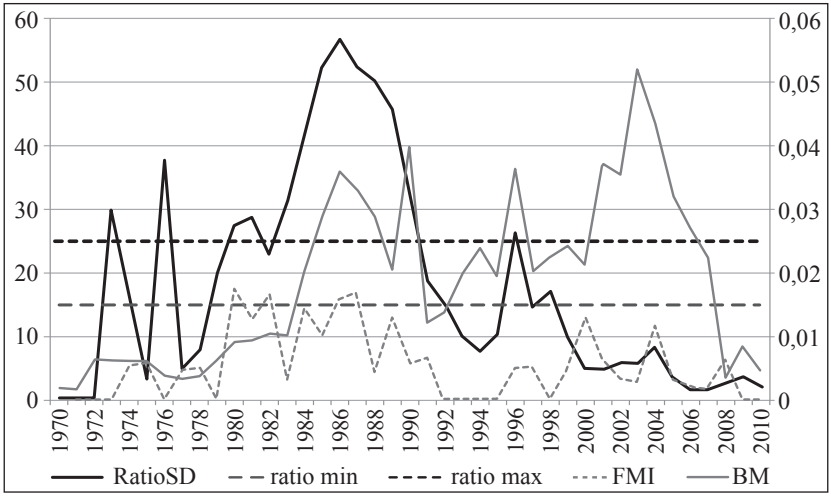
D. Le cas de Madagascar

Madagascar présente également des ratios d'endettement très élevés depuis le début de la période. Sa dette aurait dû être considérée comme insoutenable dès le début. À partir de 1983, les montants des prêts du FMI et de l'IDA progressent en même temps que les ratios d'endettement.

Les tests de causalité (voir annexe 4) montrent que les prêts du FMI « causent » le surendettement au seuil de 25 %, alors que les prêts de l'IDA « causent » le ratio d'endettement (mais diminuent le surendettement au taux de 15 % au bout de 3 ans). Inversement, l'augmentation du ratio d'endettement ainsi que le surendettement à 15 % « causent » les prêts du FMI.

Graphique 4

Madagascar, service de la dette (en % des exportations de biens et services, échelle de gauche) et prêts du FMI et de la Banque mondiale (en % du PIB, échelle de droite)



Conclusion

Nous avons étudié la relation entre les prêts des IBW et l'endettement et le surendettement d'un échantillon de pays africains à faible revenu (Ghana,

Sénégal, Ouganda, Madagascar) dans la période où s'est constitué le surendettement de ces pays. Cette recherche n'a pas mis en lumière de relation générale. Il apparaît cependant dans de nombreux cas des relations de causalité (au sens de Granger) entre les prêts du FMI, de la Banque mondiale et l'endettement ou le surendettement de ces pays tel que défini par les seuils adoptés par les IBW elles-mêmes. Les tests montrent que dans certains cas, le surendettement (aux seuils retenus) a « causé » une augmentation des prêts du FMI.

Cela signifie que pendant la période étudiée, les financements des IBW ont plutôt contribué à aggraver la situation des débiteurs, malgré les programmes d'ajustement imposés en relation avec ces prêts. Pour cette raison, il a été nécessaire, après bien des combats d'arrière-garde pour maintenir la fiction que les créances seraient remboursées, d'accorder à ces pays des réductions de dette de plus en plus généreuses débouchant sur l'annulation pure et simple des créances multilatérales en 2005.

Ceci illustre par ailleurs le fait que la distinction entre les deux institutions (FMI et IDA), relativement claire au départ, est devenue tout à fait imprécise. Comme l'a écrit Milton Friedman : « avec l'effondrement de Bretton Woods en 1971, la fonction originale pour laquelle le FMI avait été mis en place avait simplement disparu. Mais au lieu de fermer, le FMI s'est transformé en une Banque mondiale junior[19] ». Si cela est toujours vrai, l'inverse est également exact : on peut soutenir aussi que l'IDA s'est transformée en une sorte de FMI, notamment à travers les prêts d'aide budgétaire.

Ceci dénote un problème d'architecture financière internationale, particulier au cas des pays à faible revenu pour lesquels les IBW jouent un rôle crucial étant donné leur exclusion des marchés financiers des capitaux. En effet, les IBW ont visiblement prêté de manière irresponsable durant cette période, et aucun système de sanction n'est venu pénaliser ce comportement. Au contraire, les IBW n'ont supporté qu'une part minime des pertes encourues, l'essentiel étant pris en charge par les finances publiques des pays du G7.

Ce diagnostic est-il encore valable ? La situation s'est sensiblement modifiée depuis. En premier lieu, le FMI et l'IDA mènent maintenant des analyses systématiques de viabilité de la dette (depuis 2002), dans le cadre de leurs interventions ordinaires. De plus, tous les financements sont maintenant concessionnels. Il n'en demeure pas moins que la responsabilité des prêteurs en cas de prêt irresponsable n'est pas encore clairement établie, et sanctionnée par un partage du fardeau des nécessaires annulations de dette qui soit juste, afin d'éviter que les populations pâtissent de mesures destinées à régler des problèmes dont ils ne sont pas responsables.

---

19. Cité par Tony Killick, *IMF Programmes in Developing Countries, design and impact*, Londres, ODI and Routledge, 1995, p. 157.

ANNEXE 1

Les tests de Dickey-Fuller augmenté (ADF) montrent que toutes les variables sont I(1) :

Tableau 1

Tests de causalité de Granger dans le cas du Ghana

Variables	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*
	dRatioSD	*dFMI*	*dsurendet15*	*dFMI*	*dsurendet25*	*dFMI*
L.dsurendet25					0.0918	–0.0498**
					(0.166)	(0.0251)
L2.dsurendet25					0.121	–0.00765
					(0.166)	(0.0251)
L.dFMI	–180.4**	–0.326	–0.887	–0.112	–0.797	–0.416
	(91.38)	(0.367)	(3.073)	(0.166)	(1.901)	(0.287)
L2.dFMI					9.962***	–0.540**
					(1.823)	(0.275)
L.dRatioSD	0.472	0.00118				
	(0.351)	(0.00141)				
L.dsurendet15			–0.0915	0.0719***		
			(0.286)	(0.0155)		
Constant	2.790	–0.000209	0.0914	–0.00245	0.0879*	0.00934
	(2.059)	(0.00828)	(0.0827)	(0.00447)	(0.0488)	(0.00737)
Observations	12	12	12	12	11	11

Variables	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(7)*	*(8)*
	dRatioSD	*dBM*	*dsurendet15*	*dBM*	*dsurendet25*	*dBM*
L.dsurendet15			–0.507**	–0.00239		
			(0.218)	(0.00479)		
L2.dsurendet15			–0.345*	0.00579		
			(0.204)	(0.00449)		
L3.dsurendet15			–0.790***	–0.00444		
			(0.265)	(0.00583)		
L.dBM	814.6**	0.388	38.87**	0.705*	15.67	0.390**
	(361.8)	(0.265)	(18.20)	(0.400)	(16.57)	(0.166)
L2.dBM			–40.62***	–0.00364		
			(15.69)	(0.345)		
L3.dBM			–106.2***	–0.631		
			(31.57)	(0.694)		
L.dRatioSD	–0.0388	5.28e–05				
	(0.249)	(0.000183)				

Variables	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(7)*	*(8)*
	dRatioSD	*dBM*	*dsurendet15*	*dBM*	*dsurendet25*	*dBM*
L.dsurendet25					–0.0920	0.0120***
					(0.277)	(0.00277)
Constant	2.020	0.00159	0.379***	0.00174	0.0459	0.000749
	(2.101)	(0.00154)	(0.0940)	(0.00207)	(0.0931)	(0.000931)
Observations	12	12	10	10	12	12

Standard errors in parentheses
**** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1*

ANNEXE 2

Les tests de stationnarité de Dickey-Fuller augmenté (ADF) montrent que toutes les séries sont I(1) :

Tableau 2

Tests de causalité de Granger dans le cas du Sénégal, 1974-1987

Variables	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*
	dRatioSD	*dFMI*	*dSurendet15*	*dFMI*	*dSurendet25*	*dFMI*
L.dRatioSD	0.322	0.0133				
	(0.233)	(0.0272)				
L2.dRatioSD	0.0382	0.0435				
	(0.234)	(0.0273)				
L3.dRatioSD	–0.0710	–0.0214				
	(0.323)	(0.0377)				
L.dFMI	–9.027***	–0.475	–32.17**	–0.695***	–27.75	–0.433
	(3.429)	(0.401)	(16.29)	(0.225)	(21.72)	(0.357)
L2.dFMI	–1.838	–0.323	–43.28***	–0.553***	7.985	–0.257
	(3.040)	(0.355)	(15.10)	(0.209)	(18.73)	(0.308)
L3.dFMI	–5.481*	0.236			–33.11	0.108
	(3.101)	(0.362)			(20.62)	(0.339)
L.dSurendet15			0.0390	0.00498		
			(0.225)	(0.00311)		
L2.dSurendet15			–0.0202	0.00643**		
			(0.237)	(0.00328)		
L.dSurendet25					–0.143	0.000246
					(0.278)	(0.00457)
L2.dSurendet25					–0.140	0.000628
					(0.269)	(0.00442)
L3.dSurendet25					0.0865	–0.00183
					(0.338)	(0.00556)
Constant	0.0361**	0.000448	0.122	0.000537	0.201*	0.00139
	(0.0152)	(0.00178)	(0.104)	(0.00144)	(0.120)	(0.00196)
Observations	11	11	12	12	11	11

Variables	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*
	dRatioSD	*dBM*	*dSurendet15*	*dBM*	*dSurendet25*	*dBM*
L.dSurendet15			–0.0763	–0.000389		
			(0.221)	(0.00364)		
L2.dSurendet15			–0.279	0.00780**		
			(0.219)	(0.00360)		

Variables	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*
	dRatioSD	*dBM*	*dSurendet15*	*dBM*	*dSurendet25*	*dBM*
L.dBM	1.361	–0.299	–32.92**	–0.680***	3.408	–0.422*
	(2.388)	(0.252)	(15.89)	(0.261)	(16.36)	(0.248)
L2.dBM			–40.10**	–0.655**		
			(16.90)	(0.278)		
L.dRatioSD	–0.0914	0.0562*				
	(0.277)	(0.0292)				
L.dSurendet25					–0.373	0.00770**
					(0.258)	(0.00391)
Constant	0.0213	–0.000461	0.229*	0.00196	0.101	0.000311
	(0.0190)	(0.00201)	(0.117)	(0.00192)	(0.125)	(0.00190)
Observations	13	13	12	12	13	13

Standard errors in parentheses
**** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1*

ANNEXE 3

Les tests de stationnarité de Dickey-Fuller augmenté (ADF) montrent que toutes les séries sont I(1), sauf le surendettement à 15 % :

Tableau 3

Tests de causalité de Granger dans le cas de l'Ouganda

Variables	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*
	dRatioSD	*dIMF*	*dIMF*	*dsurendet25*	*dIMF*
L.dRatioSD	–0.311	0.000431**			
	(0.449)	(0.000218)			
L2.dRatioSD	0.0335	0.00108***			
	(0.535)	(0.000261)			
L3.dRatioSD	0.449	0.000822***			
	(0.480)	(0.000234)			
L.dIMF	–175.5	0.293	–0.452**	–8.768***	0.308**
	(409.1)	(0.199)	(0.210)	(1.378)	(0.137)
L2.dIMF	–92.37	0.120		–14.52***	0.649***
	(231.6)	(0.113)		(1.126)	(0.112)
L3.dIMF	–89.16	–0.340***			
	(243.1)	(0.118)			
L.dsurendet25				–0.357***	0.00320
				(0.0889)	(0.00886)
L2.dsurendet25				–0.779***	0.0313***
				(0.0894)	(0.00891)
Constant	1.451	–0.0177***	–0.00966*	0.0754***	–0.000352
	(9.143)	(0.00445)	(0.00587)	(0.0253)	(0.00252)
Observations	9	9	11	10	10

Variables	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*
	dRatioSD	*dIDA*	*dIDA*	*dsurendet25*	*dIDA*
L.dsurendet25				–0.186	0.00308
				(0.294)	(0.00981)
L2.dsurendet25				–0.123	–0.0150
				(0.296)	(0.00988)
L3.dsurendet25				–0.158	–0.00918
				(0.329)	(0.0110)
L.dIDA	–357.6***	–0.00887	–0.269	–0.812	–0.316
	(93.86)	(0.236)	(0.294)	(10.26)	(0.343)
L2.dIDA	–1.205***	–0.0184		–1.237	0.0371
	(94.23)	(0.237)		(9.127)	(0.305)

Variables	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*
	dRatioSD	*dIDA*	*dIDA*	*dsurendet25*	*dIDA*
L3.dIDA				21.31	–0.205
				(14.34)	(0.479)
L.dRatioSD	–0.753***	–4.02e–05			
	(0.100)	(0.000252)			
L2.dRatioSD	–0.462***	0.000773***			
	(0.109)	(0.000274)			
Constant	17.40***	–0.000686	0.00484	0.128	0.00793*
	(1.605)	(0.00403)	(0.00309)	(0.133)	(0.00444)
Observations	10	10	11	9	9

Standard errors in parentheses
**** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1*

ANNEXE 4

Les tests de stationnarité de Dickey-Fuller augmenté (ADF) montrent que toutes les séries sont I(0), sauf IDA qui est I(2) :

Tableau 4

Tests de causalité dans le cas de Madagascar

Variables	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*
	Ratiosd	*FMI*	*surendet15*	*FMI*	*surendet25*	*FMI*
L.Ratiosd	0.550***	0.000196**				
	(0.194)	(8.18e–05)				
L.FMI	847.8	–0.0560	22.11	0.00987	34.91**	–0.0251
	(519.7)	(0.219)	(14.74)	(0.198)	(16.53)	(0.245)
L.surendet15			0.0950	0.00908***		
			(0.237)	(0.00318)		
L.surendet25					0.210	0.00519
					(0.224)	(0.00332)
Constant	7.599	0.00363	0.552**	0.00163	0.255	0.00573**
	(6.541)	(0.00276)	(0.221)	(0.00297)	(0.180)	(0.00267)
Observations	16	16	16	16	16	16

Variables	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*
	Ratiosd	*ddIDA*	*surendet15*	*ddIDA*	*surendet25*	*ddIDA*
L.surendet15			0.582***	–0.000134		
			(0.0934)	(0.00276)		
L2.surendet15			–0.407***	–0.000796		
			(0.0921)	(0.00272)		
L3.surendet15			0.294***	–0.000417		
			(0.0755)	(0.00223)		
L.ddIDA	1.199**	–0.215	–0.463	0.0513	0.365	0.0533
	(582.2)	(0.243)	(7.233)	(0.213)	(14.63)	(0.201)
L2.ddIDA	920.3	0.0761	5.154	0.154	–0.910	0.196
	(586.6)	(0.245)	(7.040)	(0.208)	(14.57)	(0.200)
L3.ddIDA			–3.966	–0.916***	14.11	–0.957***
			(9.701)	(0.286)	(19.59)	(0.269)
L.Ratiosd	0.573***	–8.18e–05				
	(0.189)	(7.87e–05)				
L2.Ratiosd	0.462**	–9.57e–05				
	(0.188)	(7.82e–05)				
L.surendet25					0.800***	–0.00171
					(0.182)	(0.00250)

Variables	*(1)*	*(2)*	*(3)*	*(4)*	*(5)*	*(6)*
	Ratiosd	*ddIDA*	*surendet15*	*ddIDA*	*surendet25*	*ddIDA*
L2.surendet25					–0.194	0.00212
					(0.183)	(0.00252)
L3.surendet25					–0.0879	–0.00176
					(0.151)	(0.00208)
Constant	1.696	0.00507**	0.554***	0.00103	0.429***	0.000835
	(5.621)	(0.00234)	(0.0942)	(0.00278)	(0.144)	(0.00198)
Observations	13	13	12	12	12	12

Standard errors in parentheses
**** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1*

DU SOUS-RÉGIONAL AU GLOBAL : TROIS NIVEAUX DE GESTION DE LA CRISE DE LA DETTE DES ANNÉES 1980 DANS L'UMOA

Vincent DUCHAUSSOY

Créée dans les dernières décennies de la colonisation, la zone franc demeure, dans les années 1980, une coopération monétaire entre la France et treize pays d'Afrique subsaharienne, alors tous d'anciennes colonies ou protectorats français. Elle comprend deux zones monétaires, les plus anciennes au monde encore en activité, en Afrique de l'Ouest et en Afrique centrale, ainsi qu'une coopération bilatérale avec les Comores[1]. Par ces accords de coopération monétaire, le Trésor français garantit la fixité du taux de change entre le franc français et le franc CFA, ainsi que la libre et illimitée convertibilité de ce dernier, en échange du versement de 65 % des réserves de change des instituts d'émission de chaque zone sur un compte d'opérations ouvert à la Banque de France[2]. Ce mécanisme du compte d'opérations permet également de « déconnecter la politique monétaire et la politique de crédit menées en France de celles appliquées dans le reste de la zone franc »[3]. La France, enfin, dispose de représentants aux conseils d'administration des différentes banques centrales de la zone.

Dans les années 1980, cet équilibre institutionnel est mis à mal par l'émergence de la crise de la dette qui frappe la plupart des pays africains de la zone franc, et particulièrement ceux de l'Union monétaire ouest-africaine (UMOA),

1. En Afrique de l'Ouest, l'Union monétaire ouest-africaine (UMOA) comprend le Burkina Faso, le Bénin, la Côte d'Ivoire, le Niger, le Sénégal et le Togo, rejoints en 1984 par le Mali, puis en 1997 par la Guinée-Bissau, qui partagent la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO). En Afrique centrale, le Cameroun, le Congo, le Gabon, la République Centrafricaine et le Tchad, rejoints en 1985 par la Guinée Équatoriale, partagent la Banque des États de l'Afrique Centrale (BEAC) mais ne forment pas d'union monétaire avant 1994. Ces deux zones utilisent deux versions différentes du franc CFA, non-convertibles entre elles. Aux Comores, la Banque centrale des Comores est l'institution émettrice du franc comorien.

2. Sur le fonctionnement en particulier du compte d'opérations, voir Michel Lelart, « L'union monétaire en Afrique de l'Ouest », *L'Économie politique*, vol. 19, n° 3, 2003, p. 106-112.

3. Bruno Coquet et Jean-Marc Daniel, « Quel avenir pour la zone franc ? », *Revue de l'OFCE*, n° 41, 1992, p. 241-291, p. 248.

qui ne sont pas des pays producteurs de pétrole. En effet, l'organisation de la zone franc avait été révisée au début des années 1970, dans le but d'achever le processus de décolonisation monétaire entamé à la suite de l'accession à l'indépendance des États africains en 1960, laquelle avait confirmé la poursuite de la zone franc dans le cadre du transfert de la souveraineté politique[4]. À la suite de nouveaux accords de coopération signés en novembre 1973 à Dakar, le siège de la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) était transféré à Dakar, prélude à l'africanisation des cadres dirigeants de la banque centrale. Ces nouveaux accords prévoyaient également un assouplissement des contreparties aux garanties apportées par la France. Ainsi, le dépôt obligatoire sur le compte d'opérations était plafonné à 65 % des réserves de change, contre 100 % auparavant, et la France ne conservait plus que deux représentants au conseil d'administration de la BCEAO, contre 50 % des administrateurs dans le précédent schéma. L'africanisation ne se limitait donc pas au remplacement des cadres « blancs » de la banque centrale par de nouveaux cadres africains, mais marquait également la volonté d'obtenir une UMOA mieux adaptée aux réalités des économies de la zone. Le nouvel équilibre institutionnel s'accompagnait ainsi de nouvelles règles d'intervention de la banque centrale, définies en 1976 et prévoyant notamment la possibilité de crédits à long terme et de prêts directs aux Trésors nationaux.

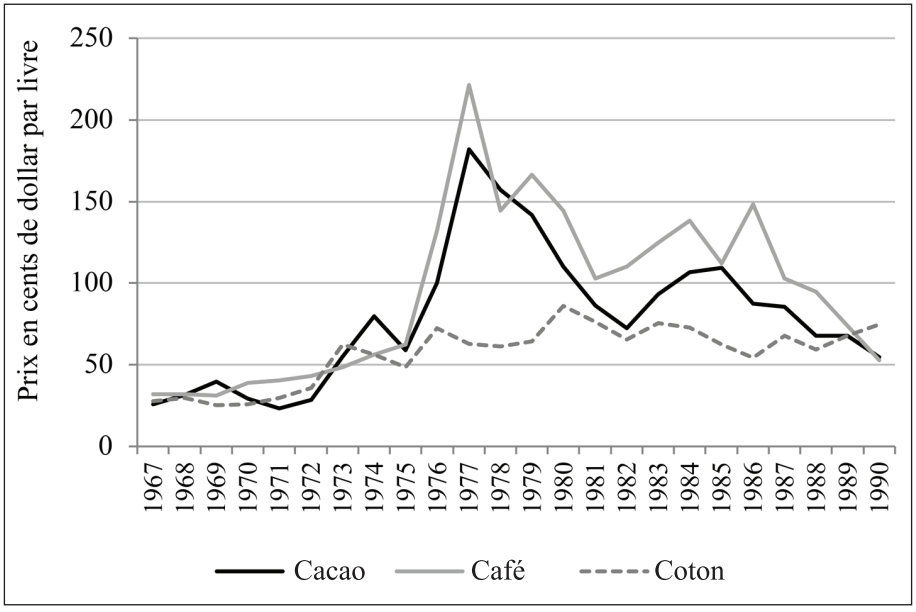
Ces nouveaux outils correspondaient à un agenda politique, promu par les leaders de la zone, l'Ivoirien Félix Houphouët-Boigny, le Sénégalais Léopold Sédar Senghor et le Nigérien Hamani Diori, en faveur du développement économique de la zone[5]. Si la décennie 1960 avait été celle de l'accession à la souveraineté politique, les années 1970 devaient être celles du transfert de la souveraineté économique et monétaire. La conjoncture économique mondiale semble effectivement favorable à ce scénario. La croissance des cours des matières premières (voir graphique 1) a, depuis le début de la décennie, créé des ressources nouvelles pour les États.

---

4. Parmi les études consacrées à l'incidence de ces transitions politiques sur la zone franc, voir les travaux de Guia Migani : « L'indépendance par la monnaie : la France, le Mali et la zone franc, 1960-1963 », *Relations internationales*, vol. 133, n° 1, 2008, p. 21-39 ; « La CEE ou la France, l'impossible choix de Sylvanus Olympio, président du Togo », *Matériaux pour l'histoire de notre temps,* vol. 77, n° 1, 2005, p. 25-31.

5. Robert Julienne, *Vingt ans d'institutions monétaires ouest-africaines, 1955-1975. Mémoires*, Paris, L'Harmattan, 1988, p. 407.

Graphique 1
Prix des matières premières



Le nouveau schéma institutionnel qui se met en place à cette période devait donc permettre d'accompagner les programmes de développement et d'accroître les marges de manœuvre des États dans le choix des programmes comme dans leur financement. C'est le sens du desserrement de la contrainte du compte d'opération ou de la flexibilisation de la politique de crédit de la BCEAO, ou encore de la création de la Banque ouest-africaine de développement (BOAD), détenue à parité par la banque centrale et les États[6]. Cette dernière fait suite :

– aux critiques à l'encontre de la politique monétaire de la BCEAO, jugée trop orientée vers le maintien des réserves de change (critiques émises notamment par un groupe d'auditeurs canadiens mandatés par le président Diori) ;

– à la segmentation observée entre la gestion des réserves par la banque centrale et les politiques de développement menées par les gouvernements.

6. Aminata Ouedraogo, « Banque et développement : le cas de la Banque ouest-africaine de développement (BOAD) 1973-1990 », thèse de doctorat, sous la direction d'Hélène d'Almeida-Topor, université Paris 7, 1994, 571 p.

Le nouvel équilibre politique entre États et banque centrale, ainsi que la redéfinition des missions de cette dernière, devait permettre de dépasser ces limites structurelles pour accompagner le développement économique de la zone, qui se heurte pourtant, dès la fin des années 1970, au déraillement des comptes publics et à la spirale de l'endettement. En quoi ce retournement conjoncturel condamne-t-il les objectifs politiques et économiques de l'UMOA ? Dans quelle mesure l'enlisement de l'union monétaire dans une crise des dettes publiques menace-t-il l'existence même de la zone franc ? Il apparaît que la gestion de cette crise de la dette dans les années 1980 révèle trois niveaux de gestion de la crise de la dette dans l'UMOA :

– celui de l'union monétaire elle-même, évidemment, autour des États concernés et de leur institution commune qu'est la banque centrale ;

– celui correspondant à l'intervention croissante et notable, dans cette période, d'un acteur global, à travers le Fonds monétaire international et la Banque mondiale, qui tend à s'imposer comme le recours incontournable ;

– celui, intermédiaire, de la zone franc elle-même, c'est-à-dire de l'interaction entre la France et les pays africains de la zone, à travers la gestion du compte d'opérations et les aides bilatérales.

Dans quelle mesure la crise de la dette redessine-t-elle la hiérarchie entre ces trois échelles d'intervention ? Assiste-t-on à une internationalisation de la coopération monétaire, au détriment des structures régionales et de celles propres à la zone franc ?

I. LA DYNAMIQUE DE L'ENDETTEMENT DANS L'UMOA

A posteriori, les années 1970 peuvent être considérées comme celle de l'essor d'un mythe du développement. Les potentialités financières libérées par la croissance des cours des matières premières au début de la décennie ont en effet généré des politiques de développement importantes de la part des États de la zone, mobilisés autour de grands projets d'infrastructure, et très largement appuyées sur un recours à l'endettement extérieur devant la faiblesse des marchés internes. L'agenda du développement est donc très largement basé sur l'endettement extérieur et la mobilisation des recettes d'exportations, alors en hausse constante.

Cet équilibre vacille dès le second semestre 1979, lorsque le second choc pétrolier produit un retournement de conjoncture. La hausse du coût de l'énergie est désormais telle qu'elle n'est plus compensée par l'envolée des prix

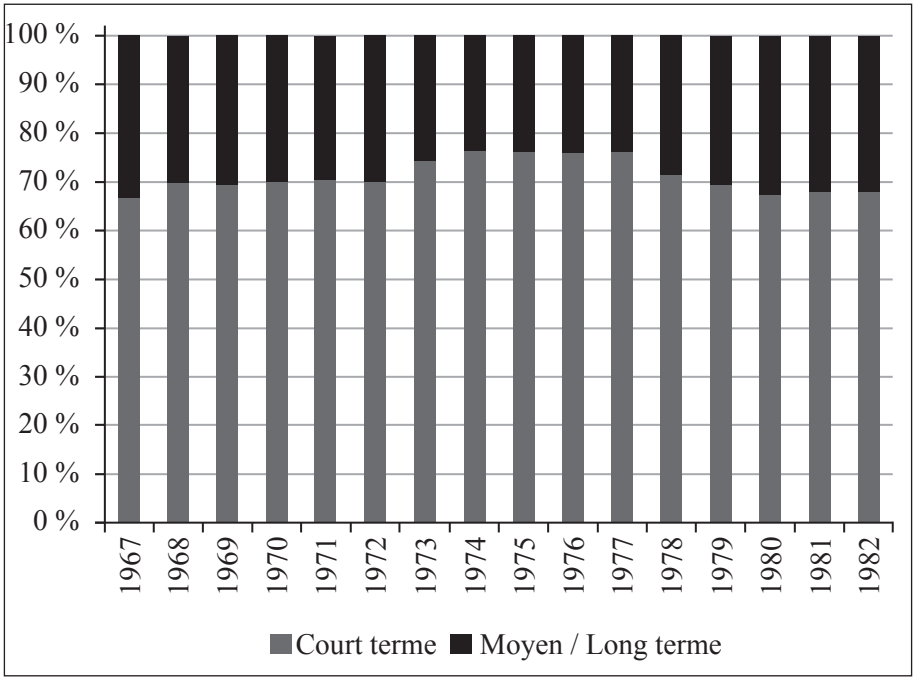
des matières premières. Au contraire, la baisse des cours s'amorce et menace les pays africains de la zone franc. Les recettes d'exportations chutent ainsi dramatiquement au cours de la décennie, de 23 % du PIB de l'UMOA en 1980 à 16 % en 1989[7]. Alors que les recettes chutent, les charges permanentes engagées dans le cadre des programmes de développement rendent difficile la baisse des dépenses publiques. Les recettes progressent moins vite que les dépenses tout au long des années 1980, l'entretien des dépenses courantes et particulièrement des dépenses de personnel de la fonction publique progressant de manière constante, d'après le constat du Centre africain d'études monétaires (CAEM)[8]. Pire, alors que les politiques expansionnistes des années 1970 ont creusé les déficits budgétaires, la dynamique négative de l'économie mondiale conduit à l'amenuisement des sources de financement extérieur, renforcé par les premiers incidents et arriérés de paiements. Car le choc pétrolier et la chute des cours sont aggravés par des faiblesses antérieures dans la structure des financements, pointées par le département Afrique du Fonds monétaire international (FMI) dès 1984[9]. Le financement des États africains s'oriente en effet de plus en plus vers des sources privées (45 % de la dette en 1984 contre 35 % en 1973), à mesure que les canaux de l'aide publique se tarissent sous l'effet de la crise[10].

L'évolution de l'environnement économique international devient donc effectivement très défavorable aux pays africains de la zone franc, et particulièrement à ceux de l'UMOA qui ne comptent pas parmi les pays producteurs de pétrole. À la récession économique mondiale et à la dégradation des termes de l'échange s'ajoute en effet la hausse des taux d'intérêt consécutive à la politique déflationniste menée aux États-Unis par Paul Volcker, puis en Europe dans le cadre du système monétaire européen, qui contribue à la dégradation des conditions de financement de ces pays. Toutefois, si la crise de la dette émerge dès le second choc pétrolier, elle ne devient véritablement problématique qu'en 1983-1984, au moment où se confirme la chute des cours et où un premier pic d'endettement est atteint (voir graphique 2).

---

7. Archives de la BCEAO (désormais Ar. BCEAO), Z19125, « L'expérience de l'UMOA en matière d'endettement des États vis-à-vis du système bancaire », note de la Direction des études, avril 1990.
8. Ar. BCEAO, Z19125, Séminaire du Centre africain d'études monétaires, mars 1990. Le CAEM a été créé en août 1973 sur décision du Conseil des gouverneurs de l'Association des banques centrales africaines (ABCA).
9. Archives du FMI (désormais Ar. FMI), DM/84/7, note interne du département Afrique : Rattan J. Bhatia & Amor Tahari, « External Debt Management and Macroeconomic Variables: Problem of African Countries in the 1980s », 31 janvier 1984.
10. *Ibid*.

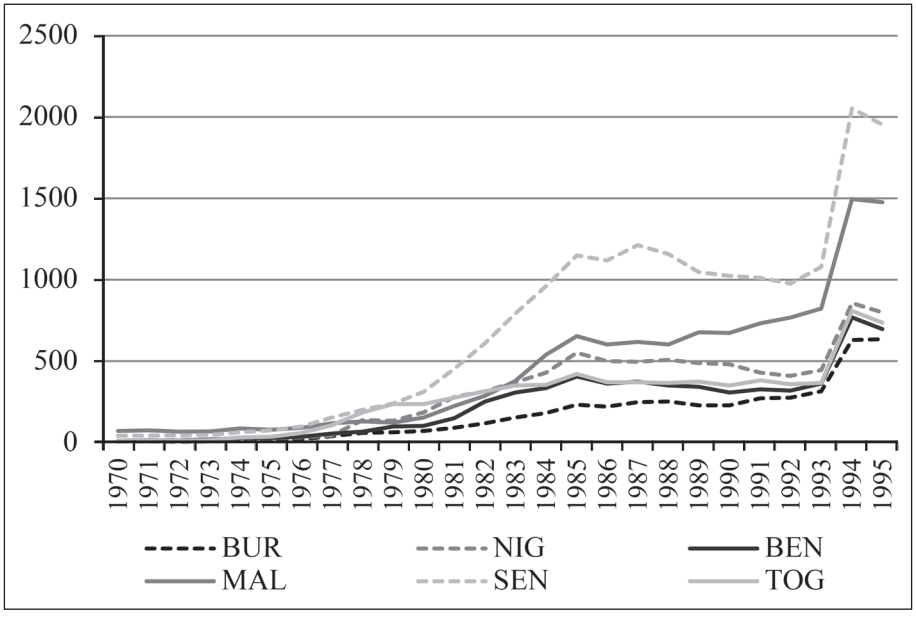
Graphique 2
Répartition des crédits dans l'UMOA



La date de mai 1984, moment du premier passage de la Côte d'Ivoire devant le club de Paris, pourrait représenter un point de rupture dans la conscience de la crise. Certes, d'autres États de l'UMOA ont déjà contractualisé des réaménagements de dette devant le club de Paris, comme le Togo dès 1979 ou le Sénégal en 1981, mais la Côte d'Ivoire représente un changement d'échelle dans l'escalade de l'endettement. En 1985, son endettement représente déjà 86,3 % de son PIB, mais surtout le service de cette dette s'élève à 17 % du PIB, soit l'équivalent des recettes fiscales[11]. En volume, l'endettement de la Côte d'Ivoire est nettement supérieur à celui de tous les autres États de l'UMOA et confère à son règlement une attention particulière (voir graphique 3).

11. Archives Affaires étrangères (désormais Ar. MAE), 1PO-1-183, TD Abidjan 45708, mission du FMI et de la Banque mondiale en Côte d'Ivoire, 3 décembre 1985.

Graphique 3
Dette publique des États de l'UMOA (en milliards de FCFA)



De plus, la Côte d'Ivoire est emblématique par son statut de puissance économique et commerciale régionale, première économie de l'UMOA. Elle est aussi celle qui, grâce à ses productions de cacao et de café, a le plus profité de la hausse des cours et a converti cette manne en une croissance soutenue, si bien que l'on a pu parler de « miracle économique ivoirien ». Cependant, le retournement des cours des matières premières y a eu des conséquences désastreuses, en particulier parce que la gestion de mécanismes tels que la Caisse de stabilisation et de soutien des prix des produits agricoles (CSSPPA), censée garantir aux producteurs un revenu minimum, a été défaillante et n'a pu jouer son rôle le moment venu[12], du fait de problèmes de gestion majeurs, comme le souligne Olivier Vallée : « La CAISTAB gérait l'achat intérieur de toutes les cultures de rente et leurs prix de cession sur les marchés extérieurs. La différence disparaissait dans le budget de l'État, mais elle est sans doute à

12. Bertrand Laporte, *Les réformes des systèmes de commercialisation et de stabilisation des filières café et cacao*, Paris, La Documentation française, 2000.

l'origine de nombreux investissements du président Houphouët-Boigny, dont la célèbre cathédrale de Yamoussoukro[13]. » La Côte d'Ivoire est aussi l'État dans lequel le secteur public s'est le plus étoffé, rendant difficile la gestion de ce dernier lorsque la conjoncture s'est retournée. À tel point que son niveau d'endettement dans les années 1980 menace la poursuite de son développement, selon le vice-président pour l'Afrique de l'Ouest de la Banque mondiale, Wilfried Thalwitz : « Selon M. Thalwitz, l'endettement excessif du pays est très préoccupant. Même si la Côte d'Ivoire bénéficie d'un rééchelonnement, il lui manquera les ressources nécessaires pour poursuivre son développement. La conséquence de cette situation est le plafonnement de la consommation interne, la baisse du revenu par tête et les risques politiques inhérents à cette situation[14]. »

Mais la Côte d'Ivoire est aussi emblématique par la relation particulière qui l'unit à la France. De colonie modèle, elle est devenue après la décolonisation un partenaire privilégié, qui accueille notamment l'une des principales bases militaires françaises en Afrique. Elle est ainsi un symbole de ce lien particulier qui unit la France à certaines de ses anciennes colonies, un lien personnifié par le président ivoirien Félix Houphouët-Boigny, formé en France, ancien parlementaire et ministre de la IV^e^ République française, et ardent défenseur de ce lien privilégié[15]. L'endettement massif de la Côte d'Ivoire, quatre à cinq fois supérieur à celui des autres États de l'UMOA, représente également un risque systémique pour la zone franc. La possibilité d'une défaillance de cet élément moteur menace en effet l'équilibre du système, 10 ans après sa confirmation sur la base de nouveaux accords de coopération. Bien au-delà de la dette ivoirienne, c'est donc bien la zone franc dans son ensemble qui est frappée par cette longue crise des années 1980. La crise n'est, du reste, pas circonscrite à la zone franc et frappe la plupart des pays d'Afrique. Il faut cependant attendre 1987 pour qu'une position commune émerge sous l'égide de l'Union africaine, notamment sous la férule d'un Robert Mugabe très offensif et fraîchement président du Zimbabwe. Organisé à Addis-Abeba du 30 novembre au 1^er^ décembre 1987, ce sommet de l'Union africaine pointe le problème de la soutenabilité de la dette et sa contradiction avec les objectifs ambitieux affichés pour le développement du continent. Dans le communiqué final du sommet, qui reflète la position commune des États membres, l'Union africaine met l'accent sur l'importance

13. Olivier Vallée, « La dette publique est-elle privée ? », *Politique africaine*, n° 73, 1999, p. 50-67.
14. Ar. MAE, 1PO-1-183, TD 53114 du 11 octobre 1984, compte-rendu d'un déjeuner de travail du ministre de la Coopération à Washington le 22 septembre 1984.
15. Tony Chafer, *The End of Empire in French West Africa: France's Successful Decolonization?*, Oxford-New York, Berg 3PL, 2002, p. 4-9.

de résoudre le problème de la dette pour poursuivre l'agenda du développement, en même temps qu'il lie ce dernier aux difficultés économiques rencontrées :

> « Malgré notre volonté d'honorer nos engagements, la crise économique que nous connaissons et en particulier le faible niveau de nos recettes d'exportation fait qu'il nous est extrêmement difficile de tenir nos engagements. […] Le problème de l'endettement étant historiquement lié à celui du développement, sa solution dépend essentiellement de la capacité de l'Afrique à assurer son développement réel[16]. »

Si le problème de l'endettement concerne une majeure partie du continent, la zone franc diverge dans ses modalités de résolution de cette crise. En effet, la structure même de la zone crée deux échelles de régulation supplémentaire. Au niveau national se superpose celui de l'union monétaire, surtout à mesure que se pose la question du niveau du taux de change du franc CFA. Enfin, à ce niveau et à l'échelle internationale représentée par les institutions multilatérales que sont le FMI et la Banque mondiale se greffe un échelon intermédiaire propre à la zone franc et que constitue la position de la France, qui apporte sa garantie au système. La gestion de la crise de la dette dans l'UMOA met donc aux prises trois échelles principales de régulation :

– l'union monétaire, ;

– le garant qu'est la France ;

– le Fonds monétaire international et les institutions multilatérales.

II. LES INSTITUTIONS DE L'UMOA

Du point de vue de l'UMOA, et de la BCEAO qui demeure sa principale institution, le principal risque d'enlisement de la crise de la dette, au-delà de la santé financière de chacun des États membres, est une menace pour l'intégrité de l'union monétaire elle-même. Or, les États de l'UMOA sont quasi uniformément touchés par la crise, bien que la Côte d'Ivoire représente des volumes considérablement plus importants. Le principal problème réside dans l'impossibilité de financement interne non bancaire (émission de bons du Trésor), du fait de l'inexistence de marchés financiers domestiques. Il se conjugue à un risque de défaut croissant, lié à l'amenuisement des ressources disponibles et à l'accumulation d'arriérés de paiement, en progression constante pendant toute

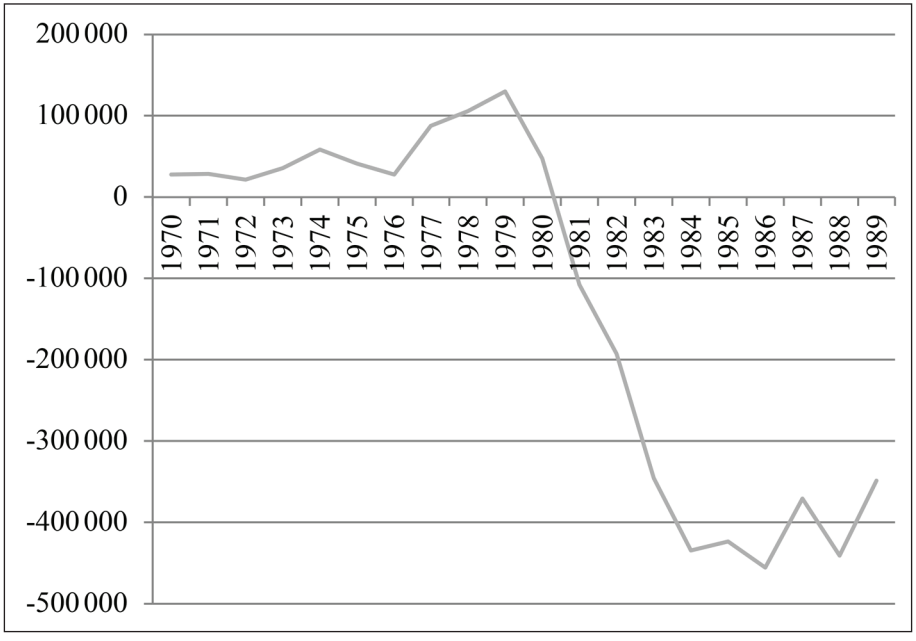
16. Ar. BCEAO, Z19125, Position commune africaine sur la crise de la dette extérieure de l'Afrique, sommet UA des 30 novembre et 1er décembre 1987.

la décennie. Leur montant global pour l'UMOA, de 9 milliards de francs CFA en 1980, atteint 191 milliards en 1989 et amenuise encore les possibilités de refinancement, notamment auprès du secteur privé. Il s'explique en partie par la poursuite de l'expansion de la sphère publique entreprise depuis le milieu des années 1970 et tout au long des années 1980. Ainsi, les dépenses des États de l'UMOA progressent en moyenne de 34,5 % de 1980 à 1989 lorsque les recettes enregistrées ne progressent que de 22 %[17].

Cette poursuite de l'endettement a pour effet un recours accru – « excessif » selon les termes de la BCEAO – aux concours monétaires de la banque centrale et à la mobilisation du système bancaire. Les concours bruts de la BCEAO sont plus que doublés sur la période (voir graphique 4), passant de 115 à 242 milliards de francs CFA.

Graphique 4

Position nette des gouvernements de l'UMOA vis-à-vis de la BCEAO



17. Ar. BCEAO, Z19125, « Endettement des États de l'UMOA vis-à-vis du système bancaire », note de la Direction des études et de la prévision, avril 1990.

Ces financements ne comprennent que 5,4 % de financements longs. Il s'agit donc bien d'un financement conjoncturel, en réalité une aide d'urgence aux États pour couvrir les besoins immédiats de leur trésorerie. La position des gouvernements vis-à-vis de la banque centrale devient donc nettement débitrice. Or, le financement des États par la banque centrale, autorisé depuis les nouveaux accords de coopération monétaire en 1973, est encadré statutairement et limité à 20 % des recettes fiscales d'un pays, cette limite incluant le réescompte de titres publics par des banques primaires. Cependant, celles-ci restent très fortement sollicitées et leur engagement est multiplié par trois sur la décennie. Certaines banques connaissent une situation d'illiquidité qui aboutit à des faillites. Entre 1980 et 1995, on dénombre ainsi 27 faillites bancaires dans la zone, dont 15 banques publiques, témoignant du rôle de l'État dans la déliquescence du secteur. Cette surexposition des banques primaires renvoie à une faiblesse historique de la zone franc. L'existence d'une union monétaire et d'une monnaie stable n'a pas permis l'émergence d'un système bancaire diversifié. Le système bancaire demeure très largement embryonnaire et généralement très dépendant des banques de l'ancienne puissance coloniale, au moins jusque dans les années 2000. Une situation qui peut s'expliquer aussi par l'importance de la monnaie fiduciaire dans la masse monétaire, signe d'économies peu bancarisées dans l'ensemble. Au début des années 2000, le taux de bancarisation moyen dans l'UEMOA n'est encore que de 3 %, et la circulation fiduciaire représente plus de 30 % de la masse monétaire[18].

D'un point de vue réglementaire, la BCEAO a pour mission de veiller au respect des limites statuaires par les États ; elle définit ainsi ses missions de circonstances : « limiter la détérioration du compte d'opérations par un financement excessif du Trésor, maîtriser l'incidence des financements sur l'évolution des prix et contenir l'absorption de l'épargne financière privée, via le canal des banques, par l'administration publique »[19]. De même, pour atténuer l'incidence de déficit d'un État membre sur l'ensemble de l'union monétaire, la banque centrale peut agir en durcissant les conditions de refinancement des banques du pays concerné. Pour Daniel et Coquet toutefois, la nature de la banque centrale en zone franc ne l'incite pas à prendre des positions fermes, ce qui aurait pour effet une tolérance implicite de certains accommodements : « Les banques centrales des unions possèdent un statut ambigu : elles sont relativement indépendantes dans leur fonctionnement, tout en maintenant des

18. Jacques Agossou Gansinhounde, « Les déterminants de la faible bancarisation dans l'UEMOA », mémoire de master, sous la direction de Ra-Sablga Seydou Ouedraogo, université polytechnique du Bénin, 2007.

19. Ar. BCEAO, Z19125, « Endettement des États de l'UMOA… », note citée.

mécanismes de décision collégiale. Toutefois, l'expérience montre que ces banques se comportent plus comme des organismes internationaux menant une politique consensuelle, que comme des instituts supranationaux indépendants. »[20] En 1989, alors qu'Alassane Ouattara a été nommé gouverneur de la BCEAO quelques mois plus tôt suite au décès d'Abdoulaye Fadiga, une note de l'ambassadeur de France au Sénégal – siège de la BCEAO – fait état d'un engagement plus actif de la banque centrale depuis le changement de gouverneur, semblant accréditer la réserve de l'institution sous le mandat de son prédécesseur[21].

La limite statutaire des 20 % est ainsi régulièrement contournée, notamment par la création d'entreprises publiques à comptabilité séparée, qui jouissent d'une autonomie financière et jouent le rôle d'apporteur de capitaux pour l'État. Mais face aux difficultés persistantes d'un secteur bancaire exsangue, ces dispositifs alternatifs atteignent rapidement leur limite. Tout concourt alors de nouveau à la recherche de financements extérieurs qui, face aux arriérés de paiement qui détournent les États de l'UMOA des financeurs privés, prennent la forme d'un appel à la France, garant du système monétaire.

III. LA FRANCE, GARANT ET ÉCHELON INTERMÉDIAIRE

Dans un premier temps au moins et pour certains des pays de la zone franc, la France a pu, au début des années 1980, contribuer indirectement aux difficultés financières des pays africains de la zone franc. Les dévaluations successives du franc menées entre octobre 1981 et mars 1983 – dans le cadre d'un réajustement des parités monétaires au sein du système monétaire européen (SME) – n'ont en effet pas été sans conséquences sur les économies des pays africains de la zone franc, selon l'analyse d'Albert Ondo Ossa et Alice Tshibuabua Lapiquionne[22]. Ces dévaluations ont en effet deux conséquences principales pour les États de l'UMOA. Commercialement, elles renchérissent le coût des importations en dehors de la France, ce qui implique notamment de réévaluer le financement de l'approvisionnement pour certains projets de développement. Or, la part de la France dans le commerce des États de l'UMOA tend à se réduire et les sources d'approvisionnement à se diversifier. Le Togo, par exemple, réalise en

20. B. Coquet et J.-M. Daniel, « Quel avenir pour la zone franc ? », art. cit., p. 245.
21. Ar. MAE, 376PO-1-97, TD Dakar 168, entretien avec A. D. Ouattara le 14 février 1989.
22. Albert Ondo Ossa et Alice Tshibuabua Lapiquionne, « Faut-il réformer la zone franc ? », *Le Mois en Afrique*, décembre 1983-janvier 1984.

1980 72 % de son commerce extérieur hors zone franc. De plus, la réévaluation parallèle des exportations ne suffit pas à compenser ce renchérissement, du fait d'une élasticité des prix très limitée sur des marchés en tension. Financièrement enfin, les dévaluations entraînent un alourdissement de la charge de la dette publique, surtout pour les États endettés vis-à-vis de pays à monnaies fortes. Or, la Côte d'Ivoire, le Mali ou le Togo cumulent en 1979 entre 200 et 300 millions de dette libellés en deutschemarks[23].

La France occupe, on l'a vu, une position particulière au sein de la zone franc. Au-delà du lien de solidarité particulier qui l'unit aux pays africains de la zone franc, qui sont pour la plupart d'anciennes colonies, elle a également acquis, par sa position de garant du taux de change et de la convertibilité du franc CFA, un rôle d'interface entre les États membres de la zone et les institutions internationales nées des accords de Bretton Woods. Ainsi, la raison d'être implicite de la zone franc est d'être un rempart contre la tutelle infamante du FMI et éviter les fourches caudines des plans d'ajustement structurel. Mais la dégradation rapide de la situation ivoirienne au cours des années 1980 représente un basculement dans la position de la France, qui l'amène à reconsidérer son engagement. Elle n'est plus nécessairement disposée à assumer le caractère illimité de sa garantie.

À partir de 1984, date du premier passage d'Abidjan devant le club de Paris pour la restructuration de sa dette, la question de la gestion de la dette ivoirienne devient un problème pour Paris. En 1985, la celle-ci atteint 86,3 % du PIB, le service de la dette en représentant 17 %, soit l'équivalent des recettes fiscales. L'année suivante, le service de la dette n'est plus payé[24]. Pour la France, cette situation représente un double coût, politique et symbolique, représenté par le caractère systémique de la crise ivoirienne à l'échelle de la zone franc. Une faillite de la Côte d'Ivoire, principale puissance économique de la zone franc, révélerait la fragilité du système et menacerait son intégrité. Cette situation représente également un tournant pour l'ensemble de la zone, qui se distinguait jusque-là par ses bonnes performances économiques, comme le rappellent Choquet et Daniel :

> « Jusqu'en 1981, les pays africains de la zone franc (PAZF) ont enregistré une croissance plus importante que celle des autres pays africains : 4,1 % en moyenne annuelle entre 1962 et 1981, contre 3,7 % dans les autres pays d'Afrique. […] Entre 1971 et 1981 : les pays de la zone franc enregistrent 4,1 % de croissance en moyenne annuelle, pour 2 % chez

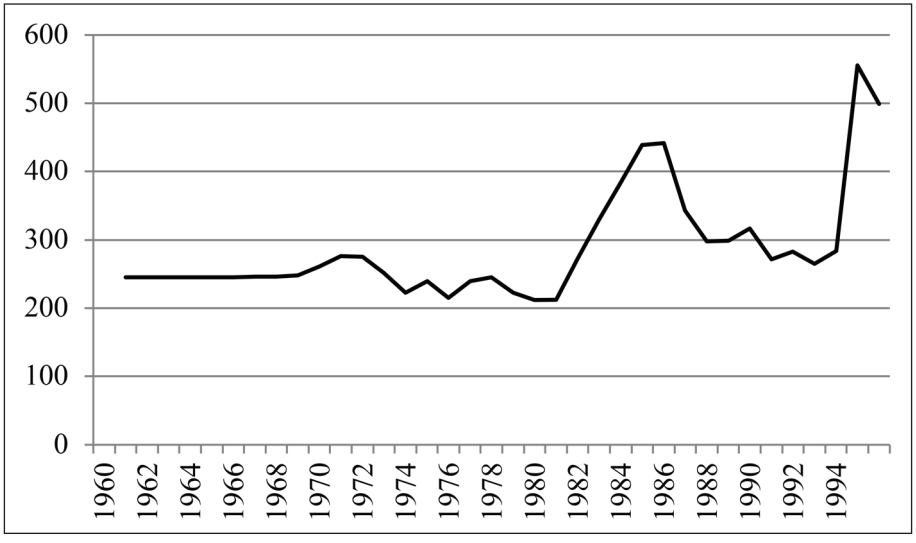
23. MAE, 1PO-1-77, Abidjan.
24. O. Vallée, « La dette publique est-elle privée ? », art. cit.

leurs voisins. Au cours de cette décennie, la hausse des cours des matières premières s'est combinée à l'appréciation du CFA par rapport au dollar, contribuant ainsi à atténuer la facture pétrolière[25]. »

La crise de la dette et la chute des cours de matières premières fragilisent cette position à partir de 1981, d'autant plus que la dépréciation du CFA par rapport au dollar, on l'a vu, amplifie le phénomène (graphique 5). Elle pouvait donc faire craindre, à terme, un désintérêt pour la zone franc qui fasse naître des tensions internes et menace l'intégrité des unions monétaires, dont l'UMOA.

Graphique 5

Taux de change $ / FCFA



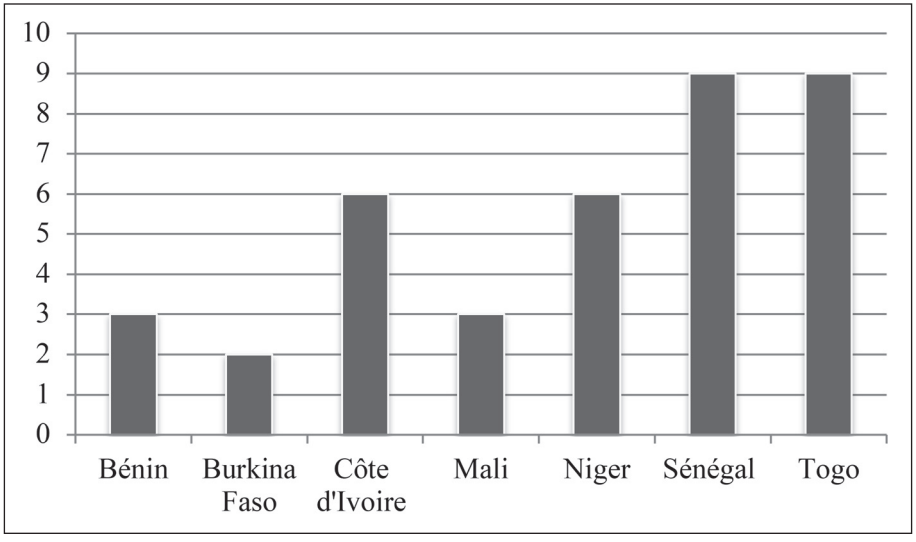
Pourtant, l'activité diplomatique de la France en Afrique de l'Ouest suggère que la zone conserve tout son pouvoir d'attraction. À des degrés divers, la Guinée, la Guinée-Bissau, la Gambie, la Sierra Leone ou même le Ghana manifestent un intérêt pour le dispositif, attirés par les facultés de tirage illimitées sur les réserves et la rémunération à taux élevés du solde créditeur des comptes d'opération[26]. Mais le dossier ivoirien représente également un

25. B. Coquet et J.-M. Daniel, « Quel avenir pour la zone franc ? », art. cit., p. 253.
26. Ar. MAE, 1PO-1-189, TD Abidjan 2155, 27 janvier 1987.

coût financier croissant. D'autant que, si le poids de la Côte d'Ivoire demeure supérieur, les difficultés se généralisent à l'ensemble de la zone franc : « à la fin 1988, le montant des crédits compromis refinancés par les banques centrales était proche de 750 milliards de francs CFA et plus de 30 banques étaient alors en situation de difficultés déclarées », rappelle Servant[27]. Afin de pallier la crise de la multilatéralité de l'aide internationale au développement et la défaillance des prêteurs privés, les pays africains de la zone franc recourent à des prêts bonifiés : accordés par des banques françaises engagées localement, à des taux inférieurs à ceux du marché, ils sont garantis par l'État français. Le remboursement des échéances s'avérant de plus en plus hypothétique, c'est en fait un financement direct des déficits publics de la zone franc que la France assure. À ces mécanismes d'urgence se combinent donc des restructurations de dette au niveau multilatéral, via les clubs de Paris et de Londres. La quasi-totalité des États de l'UMOA sont concernés, certains multipliant les passages (graphique 6).

Graphique 6

Passages devant le Club de Paris (1979-1993)



27. Pierre Servant, « Les programmes de restructuration des systèmes financiers d'Afrique subsaharienne », *Afrique contemporaine,* n° 157, 1991, p. 54-63, p. 54.

Or, ces aménagements de dette sont accompagnés de la négociation d'un plan d'ajustement structurel avec le FMI, qui en est le préalable. Un échec pour le Trésor français. Constatant l'échec de l'ajustement réel, celui-ci se rallie – bien avant les autorités politiques – à l'option favorisée par les institutions internationales d'une dévaluation du franc CFA. Mandatée par la Banque mondiale, une mission confiée à l'ancien premier ministre français Pierre Messmer aboutit en 1987 à la même conclusion. Le « consensus de Washington », corpus de mesures d'inspiration libérale destiné aux pays endettés et promu par les institutions financières internationales siégeant à Washington (FMI, Banque mondiale), a-t-il eu raison de la zone franc ?

IV. LA GESTION DE LA CRISE PAR LES INSTITUTIONS INTERNATIONALES

L'échec des institutions de la zone franc et de la France à juguler l'expansion de l'endettement dans les années 1980 précipite peu à peu la zone franc sous la férule des institutions de Bretton Woods, et particulièrement du Fonds monétaire international (FMI). Alors que la raison d'être de ce système monétaire devait être précisément de protéger ses membres contre les remèdes du Fonds et l'infamie du passage sous programme d'ajustement structurel, la France elle-même – et notamment le Trésor français, qui assure la gestion opérationnelle de la coopération monétaire – se rallie, à compter de la seconde moitié des années 1980, au constat de l'échec de l'ajustement réel et à la position des institutions internationales, favorables à une dévaluation du franc CFA, qui n'adviendra cependant qu'en 1994, après que toute tentative de juguler l'endettement aura échoué.

Pourtant, dans les premières années de cette crise, le FMI éprouve certaines difficultés à cerner ses problématiques. Il connaît mal l'Afrique – malgré l'envoi depuis les années 1970 de quelques experts, notamment auprès des banques centrales de la zone franc[28] –, lui qui a surtout exercé jusque-là son magistère sur l'Amérique latine. Surtout, il peine à y appliquer, voire à y dupliquer, ses procédures. Le principe de conditionnalité par exemple, qui lie les financements du Fonds monétaire à un certain nombre d'engagements concrets de l'État receveur, est difficile à mettre en œuvre dans des pays pauvres. Ainsi, la tendance du FMI à la compression du secteur public et à la rationalisation de l'Administration s'accommode mal d'administrations parfois mal pourvues

28. Ar. FMI, A75737-004, Assistance technique à la BCEAO, 1975.

– notamment dans le domaine économique –, et dont la difficulté à fournir des statistiques économiques fiables est parfois suppléée par des cabinets de conseils occidentaux[29].

Le FMI se retrouve donc confronté à un continent dont les problèmes sont tant structurels que financiers, et donc les marges de manœuvre sont faibles en termes d'ajustement. En effet, la baisse des recettes a déjà mécaniquement réduit le volume des importations, alors que les exportations, principalement composées de matières premières, sont peu élastiques. Dans le cas de la zone franc, s'ajoute la contrainte d'un système de changes fixes. Dans l'ouvrage qu'il consacre au FMI pour les années 1980, l'historien James Boughton introduit les quelques phrases consacrées à la Côte d'Ivoire par le titre *Adjusting without the exchange rate*[30], qui traduit bien les difficultés du Fonds monétaire à appliquer ses recettes traditionnelles à un modèle totalement différent. D'un point de vue plus technique, le Fonds s'interroge sur sa capacité à établir un diagnostic précis de l'endettement, et en particulier de la soutenabilité de ce dernier, comme le manifeste l'économiste du département Afrique du Fonds Rattan Bhatia dès 1984 :

> « *The debt service capacity […] was related to such variables as the ratio of debt services to export of goods and services, and the ratio of total debt to GDP, etc. But in this latter field there was no generally agreed limit as to the ratio beyond which the debt servicing could be regarded as a problem*[31] ».

Dans la pratique, un ratio de service de la dette représentant 15 à 20 % de l'exportation de biens et services est considéré comme gérable. Cependant, le même auteur alerte dès cette date sur la spirale de l'endettement dans laquelle sont déjà engagés de nombreux pays africains, qui s'endettent pour payer leurs traites passées : « *External borrowers come to be increasingly divorced from developmental purpose. In fact, in the more recent period, countries indebted themselves even to pay the interest of their past indebtness*[32]. »

---

29. Ar. MAE, 1PO-1-183, dossier « Mission du FMI en Côte d'Ivoire », 1985.
30. James M. Boughton, *Tearing down the walls*. *The International Monetary Fund 1990-1999*, Washington, DC, IMF, 2012.
31. Rattan J. Bhatia et Amor Tahari, « External Debt Management and Macroeconomic Variables: Problems of African Countries in the 1980s », *IMF, Working Papers*, 31 janvier 1984. Traduction : « La soutenabilité du service de la dette (...) était reliée à des variables telles que le ratio service de la dette sur exports de biens et services, le ratio de dette totale par rapport au PIB, etc. Mais en ce qui concerne ce dernier, il n'existait pas de limite communément admise comme étant celle au-delà de laquelle le service de la dette pouvait être considéré comme un problème ».
32. *Ibid.* Traduction : « Les créanciers extérieurs deviennent de plus en plus décorrelés de considérations liées au développement. En fait, dans la période la plus récente, les pays s'endettaient même pour payer les intérêts de leur dette antérieure. »

Cet endettement entraîne, pour la plupart des États membres de la zone franc, la négociation de programmes d'ajustement structurels avec le FMI. Ces programmes lourds comportent de nombreuses contreparties, portant notamment sur la réduction de la sphère publique (baisses d'effectifs, privatisations d'entreprises publiques). Or, celles-ci peuvent poser un problème de souveraineté dans des États jeunes pour lesquels l'administration, ainsi que le secteur public et parapublic de manière plus large, est aussi un moyen d'affirmer le rôle et la puissance de l'État sur l'ensemble du territoire, mais aussi de contrôler la cohésion nationale et d'asseoir la stabilité politique du régime. Cela est particulièrement patent dans le cas ivoirien[33]. Or, il est difficile, voire impossible, à ces États d'échapper au rôle croissant du FMI qui, comme le rappelle Jean-Pierre Petit, a acquis une position dominante dans le règlement de la dette, qui lui permet d'imposer ses mesures techniques et de devenir l'interlocuteur incontournable des bailleurs internationaux :

> « On voit cependant […] le rôle majeur que joue le FMI dans la gestion de la crise, et l'influence considérable qu'il exerce sur la politique économique des pays endettés. Cette influence ne résulte pas seulement de sa fonction de prêteur direct, mais principalement de ce qu'il est devenu, depuis le second semestre 1982, le gestionnaire central de la crise. Ainsi, une part croissante des ressources financières destinées aux pays du tiers-monde est attribuée en fonction des programmes de stabilisation du FMI, et toutes les opérations de rééchelonnement de la dette ne peuvent se réaliser sans qu'au préalable un accord ait été conclu entre le pays débiteur et le Fonds[34]. »

Toutefois, la dégradation continue de la situation financière des pays africains de la zone franc ne leur permet pas de satisfaire les conditionnalités très exigeantes mises en place par le Fonds monétaire en contrepartie des financements proposés. La plupart des accords se limitent alors à des *stand-by arrangements*, accords-cadres avec le FMI nécessaires au passage devant le club de Paris, où ces États collectionnent les passages pour espérer une restructuration de leur dette et un nouvel échéancier. Il faut en effet attendre 1988 pour que le club de Paris adopte un nouveau modèle de traitement de la dette et, avec les « termes de Toronto », propose aux pays les plus endettés un abandon des créances équivalent à un tiers de celles-ci – proportion passant à 50 % à partir de 1991 et

33. Frédéric Grah Mel, *Félix Houphouët-Boigny,* t. 2, *L'épreuve du pouvoir*, Abidjan, Édition du CERAP, 2010, p. 489-505.

34. Bernard Petit, « L'ajustement structurel et la position de la Communauté européenne », *Revue Tiers Monde*, vol. 34, n° 136, décembre 1993, p. 827-852, spéc. p. 829-830.

l'adoption des « termes de Londres »[35]. Du côté de la Banque mondiale, censée accompagner ces pays dans leurs projets de développement, la situation n'est guère plus reluisante. Dans un rapport sur l'activité de la Banque mondiale en zone franc, l'administrateur responsable de la zone alerte ainsi :

> « Les retards enregistrés dans les opérations dans certains pays emprunteurs ont entraîné la réduction des interventions. Cette évolution a été confirmée par l'examen à mi-parcours des activités de la Banque mondiale. On constate une forte chute des opérations dans les pays de la zone franc. Les interventions de la Banque ont été considérablement réduites[36]. »

La plupart des PAZF sont donc placés par la Banque en « programme noyau », c'est-à-dire que la Banque limite ses interventions à la préservation des secteurs sociaux vitaux, comme la santé, l'éducation, et plus rarement la réhabilitation des infrastructures. Elle place les pays emprunteurs dans cette catégorie après avoir constaté que la performance économique est faible, notant pour la zone franc « un manque de compétitivité qui entrave les perspectives de croissance économique, entraîne la stagnation ou la récession [du fait de] l'absence d'un cadre macroéconomique viable et soutenable à moyen terme »[37]. Malgré la prise de contrôle de la politique économique et sociale des États endettés par les institutions de Bretton Woods[38], les PAZF ne parviennent pas à inverser la dynamique de l'endettement. Elles imposent alors peu à peu comme seule conditionnalité à leur intervention un ajustement de la parité du CFA, qui donnera lieu à la dévaluation de 50 % de janvier 1994.

Conclusion

En l'espace d'une grande décennie, de l'émergence de la dette extérieure au début des années 1980 à la dévaluation du franc CFA en 1994, la crise de la dette a favorisé l'internationalisation de la coopération monétaire au sein de la zone franc. Au cours de cette période, la place singulière de la France a été quelque peu remise en cause par le renforcement de la coopération sous-régionale au sein des unions monétaires comme l'UMOA, mais également par la montée en puissance des institutions internationales issues des accords de Bretton Woods.

---

35. Renaud Vivien, « L'annulation de la dette du Tiers-monde », *Courrier hebdomadaire du CRISP*, n° 2046-2047, février 2010, p. 5-75, 27-31.

36. AN, AG/5(4)/BD 23, dossier 2, Rapport sur l'activité de la Banque mondiale en zone franc, par Jean-Pierre Le Bouder, 1993.

37. *Ibid*.

38. Béatrice Hibou, « Banque mondiale : les méfaits du catéchisme économique. L'exemple de l'Afrique subsaharienne », *Esprit*, n° 8-9, août-septembre 1998, p. 58-74.

Le renforcement des institutions sous-régionales telles que les banques centrales, amorcé dès les années 1970 par les nouveaux accords de coopération monétaire signés à Dakar en novembre 1973 et l'africanisation de la BCEAO, transférée à Dakar en 1976, s'effectue en parallèle d'un affaiblissement relatif des États africains[39]. La crise de la dette marque donc à son tour une dilution de la bilatéralité de la coopération monétaire entre les pays africains de la zone franc et la France, notamment face au coût financier grandissant de la crise et de l'importance prise par le cas ivoirien, tant du point de vue politique et symbolique que financier. Face à cette spirale de l'endettement et à la crise de l'aide au développement, le Fonds monétaire international et la Banque mondiale, déjà présents en zone franc dans les années 1970 par l'envoi d'experts techniques et le financement de projets de développement, renforcent considérablement leur emprise. À la mesure de la négociation de plans d'ajustement structurel, le FMI devient ainsi l'ordonnateur de la politique économique des pays africains de la zone franc, sans pour autant parvenir à réduire significativement la charge de l'endettement.

Cette internationalisation du système monétaire de la zone franc constitue-t-elle une forme nouvelle de colonisation, sur l'autel de la globalisation et de la libéralisation financière ? Si la contrainte est réelle, elle accroît également l'insertion des pays africains de la zone franc dans les circuits de la gouvernance mondiale, conséquence logique et tardive de l'indépendance et de la souveraineté monétaire conquises dans les années 1960-1970.

39. Vincent Duchaussoy, « Transformations institutionnelles et développement économique dans la zone franc en Afrique de l'Ouest (1960-1990) », *International Journal of Francophone Studies*, vol. 39, n° 1, 2016, p. 49-63, 52-54.

GÉRER AU MIEUX SA DETTE

LA DETTE PUBLIQUE DE LA RUSSIE IMPÉRIALE AU XVIII^{e} SIÈCLE

Natalia Victorovna PLATONOVA

Introduction

Au début des Temps modernes, des villes comme Gênes, Lyon, Bâle, Anvers, Amsterdam et Francfort étaient de grands foyers d'activités de marchands-banquiers qui pratiquaient l'escompte et le transfert de valeurs, procuraient des prêts aux gens d'affaires et répondaient à la demande des souverains. Nombre d'études ont tenté d'éclairer les cas des États-cités de l'Italie du Nord, des Provinces-Unies, de l'Angleterre, des territoires du Saint-Empire romain germanique, des royaumes d'Espagne et de France du XVI^{e} siècle jusqu'à la fin du XVIII^{e} siècle, en se penchant sur l'organisation de leurs finances et les pratiques comptables, la monnaie, les institutions de crédit et les financiers en tant que groupe socioprofessionnel. Ces études ont permis d'ébaucher une réflexion sur la dette dans l'histoire, et notamment sur la nature des dettes souveraines, leur utilisation et leurs effets dans des contextes historiques, culturels et géographiques différents[1]. Elles montrent la complexité des rapports entre les États et les financiers, qui se virent associés, en France et en Espagne, à la gestion des finances royales et profitèrent très souvent de leur situation pour s'enrichir[2].

À la différence des autres pays, la Russie n'intégra véritablement les instruments de crédit et la dette publique à sa pratique financière que dans la seconde moitié du XVIII^{e} siècle. Cet article a pour objectif de replacer une chronologie de la dette publique en Russie dans un contexte plus large, ce qui permettra de

1. Voir, à titre d'exemples, Jean Andreau, Gérard Béaur, Jean-Yves Grenier (dir.), *La dette publique dans l'histoire*, Paris, IGPDE/Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2006, consultable en ligne, https://books.openedition.org/igpde/1180 ; Lucien Gillard, *La Banque d'Amsterdam et le florin européen au temps de la République néerlandaise (1610-1820)*, Paris, Éditions de l'EHESS, 2004 ; Ramón Carande Thobar, *Carlos V y sus banqueros*, Madrid, Sociedad de Estudios y publicaciones, 1943-1967, 3 vol. ; Fausto Piola Caselli (dir.), *Government debts and financial markets in Europe*, Londres & New York, Routledge, 2008 ; David Stasavage, *States of Credit. Size, Power, and the Development of European Polities*, Princeton, Princeton University Press, 2011.

2. Voir Daniel Dessert, *Argent, pouvoir et société au Grand Siècle*, Paris, Fayard, 1984 ; Anne Dubet, Jean Philippe Luis (dir.), *Les financiers et la construction de l'État : France, Espagne (XVII^{e}-XIX^{e} siècle)*, Rennes, Presses universitaires de Rennes, 2011.

mieux comprendre les raisons de sa formation, les particularités de sa structure et ses effets. Par conséquent, nous examinerons d'abord les conditions et les principales caractéristiques des premiers emprunts d'État russes en Europe. Ensuite, nous montrerons comment la création des assignats en Russie ouvrit la voie à la constitution de la dette intérieure, qui entraîna l'augmentation de l'endettement de l'État. Les premières crises de la dette survinrent à la fin du XVIIIe siècle et au début du XIXe siècle, conduisant le pouvoir impérial à prendre conscience de son impact sur les finances et à chercher des solutions pour se désendetter.

I. LES EMPRUNTS EXTÉRIEURS RUSSES EN 1769-1782

La première guerre contre les Ottomans éclata en 1768 et mit à mal la trésorerie russe. Dans l'immédiat, l'impératrice Catherine II et ses conseillers songèrent à l'augmentation des impôts, mais finalement se tournèrent vers les emprunts étrangers et l'introduction du papier-monnaie, expédients qui se présentaient à leurs yeux comme des solutions plus efficaces pour financer l'effort de guerre. À cette époque, l'argent et l'or étaient utilisés dans la plupart des transactions internationales. En effet, le déploiement de l'escadre russe venue de Saint-Pétersbourg en Méditerranée et le maintien de l'influence russe en Pologne pouvaient être compromis par la pénurie de monnaie d'argent dans les caisses du Trésor et par la lenteur que prenait le transfert physique des pièces depuis la Russie vers l'étranger. Dans le même temps, les inconvénients que l'on rencontrait dans l'usage, le stockage et le transport des pièces de cuivre au sein d'un vaste empire furent récurrents.

Les conditions et modalités de la conclusion du premier emprunt russe à l'étranger furent explicitées par l'oukase du 2 avril 1769, et Catherine II créa un comité en charge de négocier l'obtention des emprunts extérieurs[3]. Il comprenait, outre le procureur général du Sénat, Alexandre Viazemsky, qui était préposé aux finances pendant presque tout son règne, le comte Zahar Tchernyche vice-président du Collège de la guerre, et le prince Alexandre Golitsy, qui fut le vice-chancelier de l'Empire. Ivan Fredericks, un homme d'affaires d'origine hollandaise qui était venu s'installer à Saint-Pétersbourg pour faire du commerce en Russie, devint un intermédiaire pour établir des relations avec les banquiers d'Amsterdam, Raymond et Théodore de Smeth.

3. Rossijskij gosudarstvennyj arhiv drevnih aktov (RGADA) [Archives d'État de Russie des actes anciens], f. 10, op. 3, d. 99, I. 1-3 ; f. 557, op. 2, d. 376 et f. 583, op. 4, d. 178.

La somme demandée par l'État russe était de 7,5 millions de florins. L'emprunt fut conclu pour une durée de 10 ans et comportait un intérêt annuel de 5 %. Il était prévu de fournir aux De Smeth un paquet de 15 obligations, de 500 000 florins chacune. Ils étaient tenus d'émettre une quantité de titres de 1 000 florins pour le placement dans le public. Chaque obligation devait être contresignée par le représentant de la couronne russe à La Haye et certifiée par un notaire local.

La couronne russe offrait aux banquiers De Smeth une prime une fois que l'emprunt serait réalisé. Toutefois, ils n'acceptèrent de prêter de l'argent qu'en réclamant des garanties supplémentaires. Ainsi, il fallut engager le produit des droits perçus dans les ports russes sur la Baltique à des fins d'emprunt. Cela montre que les milieux financiers étrangers restaient prudents à l'égard des opérations de crédit russes en Europe. Cependant, les De Smeth ne parvinrent pas à placer entièrement l'emprunt, qui ne produisit que 4 millions de florins[4]. Dans sa correspondance, le Comité leur reprochait le manque de diligence et d'influence sur le marché financier hollandais et il s'apprêtait à négocier un prêt auprès d'une autre maison de banque d'Amsterdam, Hope et C^ie^ tandis que le banquier génois, le marquis Mavruccio, prêtait un million de piastres à la Russie en 1771. Cet emprunt fut gagé sur les revenus tirés de l'affermage de la vente des spiritueux et ce n'est qu'en 1773 que la Russie obtint la totalité de la somme empruntée.

Les victoires de la marine et de l'armée russes sur les Ottomans ainsi que les opérations militaires d'Alexandre Souvorov en Pologne eurent un fort retentissement sur le plan international. L'Empire russe et la Porte signèrent un traité de paix à Koutchouk-Kaïnardji le 21 juillet 1774. Après ces succès, la Russie accéda aux rivages de la mer Noire et fut un acteur important pour l'équilibre géopolitique de l'Europe. Tout cela contribua à renforcer la confiance des prêteurs européens dans l'État russe. Les banquiers De Smeth purent non seulement terminer la souscription pour l'emprunt de 1769, mais aussi placèrent successivement deux nouveaux emprunts russes s'élevant, respectivement, à 2,5 et à 1,5 millions de florins.

Ayant perdu la guerre, l'Empire ottoman fut contraint de payer 4,5 millions de roubles d'argent d'indemnités de guerre, que le gouvernement russe affecta au remboursement de la dette. Ainsi l'emprunt génois fut-il remboursé en totalité en 1775. En revanche, une partie seulement de la dette hollandaise (3,5 millions de florins) fut remboursée entre 1775 et 1777. En 1779, sur la proposition de

4. Petr Petrovič Migulin, *Russkij gosudarstvennyj kredit (1769-1899)*, Kharkov, Pečatnoe delo, 1899-1901, t. 1, p. 4.

Fredericks, la dette restant à régler fut convertie en nouvelles obligations à 4 % d'intérêt et reconduite pour 10 ans[5]. Ce fut une première restructuration de la dette russe, qui permit de la réduire en baissant les taux d'intérêt. Ce n'était pas une opération forcée, puisque les particuliers qui ne désiraient pas échanger leurs obligations pouvaient être remboursés en pièces d'argent.

En 1781, le Comité sollicita une nouvelle fois les De Smeth et obtint un prêt de 3 millions de florins portant un intérêt de 4 % pour 10 ans. Puis, deux nouveaux emprunts en Hollande, l'un à 4 % et l'autre à 4,5 % d'intérêt, rapportèrent 2,5 millions de florins en mai 1782 et 3,5 millions en novembre 1782[6]. Ces sommes servirent notamment à financer la construction de la flotte sur la mer Noire et la colonisation russe des territoires de la Nouvelle-Russie et de la Crimée. Au début de 1784, le capital de la dette extérieure russe monta à 17 millions de florins (9,7 millions de roubles d'argent). Le paiement des intérêts demandait 0,7 million de florins par an, soit seulement 1 % des revenus ordinaires de l'État (40,5 millions de roubles)[7]. Néanmoins, Viazemsky élabora un projet selon lequel les dettes de l'État pourraient être remboursées en intégralité vers 1793. Par l'oukase impérial du 18 mai 1784, son projet fut mis à exécution, ce qui permit de décharger l'État de 8,5 millions de florins en 1785-1786[8].

II. LES ASSIGNATS : DE LEUR CRÉATION À LA RÉFORME BANCAIRE DE 1786

Le papier-monnaie comme instrument de paiement et d'échange n'était pas inconnu des Russes à cette époque. Pendant la guerre de Sept Ans (1756-1763), le comte Petr Chouvalov proposa de lancer la fabrication de pièces en cuivre avec un poids allégé afin de renflouer les caisses de l'État. Le procureur général du Sénat, Jakov Chakhovskoï, s'y opposa et préconisa d'autres mesures, en particulier l'introduction du papier-monnaie. Chouvalov ne tarda pas à déclarer que « la circulation du papier plutôt que de la monnaie réelle paraîtrait bien étrange au peuple et serait nuisible à l'État[9] ». La discussion autour des

5. Platon Andreevič Storch, « O gosudarstvennom dolge », *Graždanin*, n° 38, 1873, p. 822.
6. Nikolaj Kornil'evič Brževskij, *Gosudarstvennie dolgi Rossii. Istoriko-statističeskoe issledovanie*, Saint-Pétersbourg, A. M. Wolf, 1884, p. 137.
7. P. P. Migulin, *Russkij gosudarstvennyj kredit…, op. cit.*, p. 8-9.
8. P. A. Storch, « O gosudarstvennom dolge », art. cit., p. 823.
9. Voir Aleksandr Isaevič Juht, *Russkie den'gi ot Petra Velikogo do Aleksandra I*, Moscou, Finansy i statistika, 1994, p. 130-140.

deux projets continua jusqu'à la mort de l'impératrice Élisabeth (1741-1761). Lorsque Pierre III devint empereur, il ordonna d'abord, sous l'influence de Chouvalov, une nouvelle frappe des pièces de cuivre. Mais, bientôt, il donna l'ordre d'émettre du papier-monnaie en vue de pourvoir à 5 millions de roubles de dépenses extraordinaires. Ainsi, l'oukase du 25 mai 1762[10] annonça la création d'une banque avec le droit d'émettre des billets qui devaient avoir cours à parité avec la monnaie de cuivre, à l'instar des bancozettels qui circulaient à cette époque dans les pays allemands. Cependant, sa mise en application fut empêchée par le coup d'État du 9 juillet 1762 amenant Catherine II au trône.

Catherine II revint à cette idée 6 ans plus tard. Le manifeste impérial et l'oukase du 29 décembre 1768[11] créèrent deux banques d'État, l'une à Saint-Pétersbourg et l'autre à Moscou, chacune avec un capital d'un demi-million de roubles, où tout sujet pouvait venir pour échanger des pièces de la monnaie courante, c'est-à-dire du cuivre, de l'argent ou de l'or, contre des assignats. La valeur nominale des assignats était initialement fixée à 25, 50, 75 et 100 roubles. Leur authenticité était garantie par les signatures de deux sénateurs et du directeur principal, dont le rôle était de veiller à la gestion des deux banques à la fois.

Les assignats suscitèrent une forte demande dans les milieux marchands et la noblesse, au point que cela donna lieu temporairement au prélèvement d'une commission de 0,5 % lors de leur échange[12]. Les contribuables pouvaient verser en assignats une partie des sommes dues au Trésor[13]. L'oukase du 18 novembre 1771 autorisa les banques à recevoir les dépôts des particuliers pour 5 % d'intérêt par an. Des bureaux de banque furent ouverts localement[14]. On peut dire que dans les premières années, la diffusion du papier-monnaie contribua à améliorer la circulation monétaire et les échanges commerciaux dans l'empire.

Pour couvrir le manque de fonds, les émissions d'assignats se multiplièrent. Par conséquent, la quantité du papier en circulation augmenta à 20 millions de roubles en 1774 et à 46,2 millions en 1786[15]. Viazemsky mettait en garde sur les conséquences qui pouvaient découler de la circulation du papier-monnaie sans

---

10. *Polnoe sobranie zakonov Rossijskoj imperii* [plus loin *PSZ*], 1re éd., Saint-Pétersbourg, 1830, t. 15, n° 11550.
11. *PSZ,* t. 18, nos 13219 et 13220.
12. *Ibid.*, t. 19, n° 13403.
13. *Ibid.*, t. 18, nos 13220, 13227 et 13314.
14. Otdel rukopisej Rossijskoj gosudartsv biblioteki (OR RGB) [Département des manuscrits de la Bibliothèque nationale de Russie], f. 484, op. 1, d. 58.
15. Jakov Ivanovič Pečerin, « Naši gosudarstvennye assignacii do zameny ih kreditnymi biletami (1769-1843) », *Vestnik Evropy*, n° 4, août 1876, p. 619.

disposer d'une couverture métallique suffisante. Cela était de nature à altérer la confiance de la population nécessaire au crédit de l'État. En informant l'impératrice sur le budget déficitaire de 1785, il proposa d'effectuer diverses augmentations de la fiscalité pour le combler[16]. Le comte Alexandre Bezborodko, et le directeur principal de deux banques des assignats, Andreï Chouvalov, fils de Petr Chouvalov, s'opposèrent aux propositions de Viazemsky, en s'exprimant en faveur d'une nouvelle émission[17].

Au printemps de 1786, Chouvalov présenta un mémoire dans lequel il proposait de ramener le nombre des assignats en circulation à 100 millions de roubles, dont 17,5 millions de roubles auraient été distribués comme prêts à 8 % d'intérêt annuel pour une durée de 20 ans à la noblesse (sous l'engagement d'hypothéquer les biens fonciers) et 11 millions de roubles comme prêts à 7 % d'intérêt sur 22 ans dans les villes. Ces opérations procureraient à l'État 19,1 millions de roubles, une somme qui pourrait être employée pour le remboursement des engagements du Trésor, au lieu de ponctionner les revenus ordinaires de l'État. Pour le reste, 4 millions auraient été destinés aux dépenses du Cabinet de l'impératrice, 2,5 millions pour alimenter le Trésor et 15 millions en vue de constituer un fonds de réserve en cas de guerre[18].

Le 10 avril 1786, Catherine II réunit une commission spéciale afin de discuter des propositions de Chouvalov. Après trois réunions, les membres de cette commission présentèrent un rapport final sur son projet de réforme. Ils estimaient, à tort, que l'augmentation de la quantité de monnaie fiduciaire serait bénéfique. En évoquant les exemples des Pays-Bas et de l'Angleterre, ils étaient persuadés que le crédit public et les activités commerciales en seraient favorisés et que l'État pourrait se procurer de nouvelles ressources sans augmenter les impôts. Viazemsky semblait être le seul à douter de la pertinence de ce projet. Selon lui, sa mise en œuvre aurait des implications sur le système monétaire et provoquerait une hausse des prix. Son constat était, entre autres, que les propriétaires fonciers ne se pressaient pas de solder leurs dettes à la Banque des prêts à la noblesse *(Dvorjanskij zaemnyj bank)*, lesquelles quintuplèrent (de 1,6 à 8,4 millions de roubles) de sa création en 1754 jusqu'en 1775.

---

16. *Sbornik Imperatorskogo russkogo istoričeskogo obščestva* [plus loin *Sbornik RIO*], Saint-Pétersbourg, 1880, t. 28, p. 258-268.

17. Voir les Commentaires et un mémoire présentés par le comte Bezborodko à Catherine II sur ce sujet dans *Sbornik RIO*, t. 28, p. 269-283. Bezborodko dirigea en fait les affaires étrangères de l'Empire depuis 1784, même si, officiellement, il était subordonné au vice-chancelier, le comte Ivan Osterman.

18. Anatolij Nikolaevič Kulomzin, « Assignacii v carstvovanie Ekateriny II », *Russkij Vestnik*, n° 81, mai 1869, p. 227-229.

Les propositions de Chouvalov ne lui convenaient pas, car il pensait qu'elles amèneraient les nobles à s'endetter encore plus, à se livrer à des dépenses de luxe aux dépens de celles qui servaient à la production et à l'amélioration de leurs domaines, et en contrepartie à augmenter les redevances des serfs pour payer leurs dettes. Au final, Viazemsky craignait que cela n'engendre l'accumulation des arriérés d'impôts[19].

L'impératrice resta sourde à ces critiques et approuva le projet de Chouvalov, qui aboutit à une réforme bancaire. En vertu du manifeste du 28 juin 1786, les anciens assignats devaient être remplacés par de nouveaux, dont le nombre total fut ramené à 100 millions de roubles. Catherine II donnait sa parole sacrée d'impératrice et s'engageait, pour ses successeurs et héritiers, à ne jamais dépasser la quantité de 100 millions de roubles d'assignats dans la circulation intérieure[20]. Cette réforme se traduisit par la création de la Banque d'État des prêts (sur la base de la Banque des prêts à la noblesse)[21], tandis que les banques des assignats de Saint-Pétersbourg et de Moscou furent fusionnées en une seule banque[22].

Conformément à son nouveau statut, la Banque d'État des assignats avait le droit d'émettre des assignats d'une valeur nominale de 25, 50 et 100 roubles comme précédemment, mais aussi de 5 et 10 roubles destinés à une plus large diffusion dans le public. Elle pouvait également prendre les effets de commerce pour les escompter, acheter ou vendre du cuivre, de l'argent et de l'or, ainsi que recueillir les dépôts des particuliers à qui elle versait dorénavant 4,5 % d'intérêt par an. On assista donc à une transformation de la Banque des assignats en une banque d'émission, qui s'apparentait à celles existant déjà en Europe occidentale. Les Archives d'État de Russie des actes anciens (RGADA) à Moscou conservent actuellement plusieurs mémoires et documents concernant l'organisation des premières banques commerciales d'Amsterdam, de Copenhague, de Vienne et d'Angleterre[23]. Tout laisse penser que Catherine II et les responsables des finances impériales avaient une connaissance précise des usages et des pratiques monétaires et bancaires en Europe et qu'ils prenaient en compte l'expérience occidentale. Chouvalov cherchait visiblement à réformer la banque russe sur le modèle anglais. Il ne

19. OR RGB, f. 484, op. 1, d. 47, l. 11-12 ; A. N. Kulomzin, « Assignacii v carstvovanie Ekateriny II », art. cit., p. 235-236.
20. *PSZ*, t. 22, n° 16407, art. 1.
21. Sa direction fut confiée à Petr Zavadovsky, qui fut secrétaire du cabinet de l'impératrice et son favori en 1775-1776.
22. *PSZ*, n^{os} 16407, 16408 et 16409 ; RGADA, f. 19, op. 1, d. 421.
23. RGADA, f. 19, op. 1, d. 428.

faut toutefois pas perdre de vue le caractère spécifique du système monétaire de la Russie de l'époque et la relation particulière que la Banque des assignats entretenait avec l'État. En effet, à la différence de la Banque d'Angleterre qui était une banque privée, la Banque des assignats russe était instituée comme une banque d'État, détenant le monopole de l'émission des assignats. Elle devait avant tout satisfaire les besoins d'argent du Trésor, effectuer le change et l'escompte, ainsi qu'octroyer des prêts aux marchands et à la noblesse, dont les droits et privilèges furent consolidés par la *Charte de la noblesse* promulguée par Catherine II en 1785.

L'enjeu de cette réforme consistait à convertir ou partiellement éponger les dettes de l'État par le biais du crédit à la noblesse et aux villes et par les profits des opérations commerciales de la banque. Il s'agissait en premier lieu de rembourser 22,6 millions de roubles de dettes du Trésor envers la Banque des assignats. Ainsi, la dette de 10 millions de roubles serait convertie et remboursée par les paiements annuels de 300 000 roubles destinés à couvrir les frais d'entretien de la banque pendant 10 ans, complétés par la suite de 6 millions de roubles tirés des intérêts perçus des prêts pour la noblesse. Il ne restait que 6,6 millions de roubles de dettes que l'État était censé payer à la Banque en versant un million de roubles pendant 6 ans et demi à partir de 1789.

Le début de la deuxième guerre russo-ottomane en 1787 ne permit pas de mener à bien un tel projet. Ce conflit fut suivi par la guerre entre la Russie et la Suède en 1788-1790, puis par l'engagement de la Russie dans les coalitions contre la France napoléonienne, ce qui perturba gravement les finances de la monarchie.

III. LA PROGRESSION DE L'ENDETTEMENT DE L'ÉTAT

La deuxième guerre contre les Ottomans se termina par le traité de paix conclu à Jassy le 9 janvier 1792. Cependant, pour faire face aux impératifs de la guerre, il fallut mobiliser, en premier lieu, les fonds et capitaux disponibles dans les différentes caisses et les banques. Ainsi, le fonds militaire de 15 millions de roubles et les assignats réservés à d'autres fins – comme les travaux de construction de la route entre Moscou et Saint-Pétersbourg et du canal de Vytegorsk pour relier les rivières Kovja et Vytegra sur la ligne navigable entre la mer Caspienne et la mer Baltique – furent aussitôt dépensés[24]. En 1789-1793,

24. A. N. Kulomzin, « Assignacii v carstvovanie Ekateriny II », art. cit., p. 240.

1,2 million de roubles d'assignats se trouvant dans les bureaux des banques locales furent transférés au Trésor. La Banque d'État des prêts mit à sa disposition 7 970 773 roubles pour le paiement des intérêts portant sur diverses créances. Le remboursement des sommes dues pour les fournitures fut reporté à l'après-guerre.

Dans un second temps, des oukases impériaux lancèrent de nouvelles émissions d'assignats. Il en fut émis pour 7 millions de roubles en 1790, 6 millions en 1791, 3 millions en 1792 et 4 millions en 1793[25]. Contrairement à la promesse impériale de ne pas dépasser le plafond de 100 millions d'assignats en circulation, leur valeur atteignit 111 millions en 1790, 124 en 1793 et 145,5 en 1795. Une trop grande quantité d'assignats mis en circulation entraîna leur dépréciation. Entre 1769 et 1787, un assignat s'échangeait, à la Bourse de Saint-Pétersbourg, contre 99-97 kopecks d'argent. Il ne valait plus que 92,75 kopecks en 1788, 87 kopecks en 1790 et 68,5 kopecks en 1794[26].

Enfin, pour payer ses armées, le pouvoir impérial ne tarda pas à solliciter de nouveaux emprunts en Europe. Après la mort de Frederiks en 1780, c'est le banquier anglais Richard Sutherland qui fut chargé de la gestion des opérations de crédit russes sur les marchés européens. Par son intermédiaire, la Couronne put établir des relations durables avec Hope et C^{ie}, qui prêtait également de l'argent aux rois de France et d'Espagne. Par l'oukase du 22 novembre 1787, Hope et C^{ie} fut sollicité pour réaliser un emprunt de 6 millions de florins moyennant 4,5 % d'intérêt. À partir de juillet 1788, un autre emprunt fut lancé pour 3 millions de florins pour une durée de 10 ans, dont la souscription fut un succès[27]. Les possesseurs de capitaux hollandais semblaient être désireux de souscrire aux emprunts d'État russes autant que de tirer un profit financier de l'achat des titres à long terme français ou espagnols.

Le Comité négocia également avec De Wolf et C^{ie}, la maison de banque établie à Anvers, pour l'ouverture d'un emprunt de 3 millions de florins pour 10 ans à partir du 1er mars 1788. Celle-ci ne l'accepta qu'à condition d'être rémunérée à 7 % de la somme contractée. Mais cet emprunt peina à se réaliser pendant 2 ans. Il en fut de même pour le prêt de 3 millions de piastres à 5 % d'intérêt que le banquier génois Rennie, qui était en affaires avec Hope et C^{ie}, accorda pour une durée de 10 ans. Le lancement de l'emprunt fut annoncé par l'oukase du 3 avril 1788. Il fut divisé en trois tranches :

25. *Sbornik RIO*, t. 28, p. 367, 448.
26. J. I. Pečerin, « Naši gosudarstvennye assignacii… », art. cit., p. 619-620.
27. P. A. Storch, « O gosudarstvennom dolge », art. cit., p. 854.

– la première (de 1,2 million de piastres), entièrement placée le 1er juillet 1788 ;

– la deuxième (1,2 million) en mars 1792 ;

– la troisième (0,6 million) en décembre 1793 seulement.

Ces sommes n'étaient donc pas suffisantes pour que la Russie pût envisager d'envoyer son escadre dans la Méditerranée[28].

Ayant toujours un besoin pressant de liquidités, la Couronne se tourna vers Hope et Cie et put bénéficier d'un meilleur taux d'intérêt pour ses crédits. Les 4e et 5e emprunts russes furent ainsi contractés à 5 % le 1er février et le 1er mai 1789, fixés chacun à 3 millions de florins. Ils furent suivis de l'émission de trois autres emprunts, au même taux d'intérêt, pour une durée de 12 ans, qui fournirent 9 millions de florins au Trésor entre septembre 1789 et mai 1790. Les 9e (1er août 1790), 10e (1er novembre 1790), 11e (1er février 1791), 12e (1er septembre 1791) et 13e emprunts (1er novembre 1791) furent ouverts à la souscription avant même la conclusion du traité de paix et représentaient un montant total de 15 millions de florins. Par ailleurs, le Comité réussit à négocier une réduction des taux d'intérêt des anciens emprunts dont les délais de remboursement se terminaient en 1792. Ces dettes furent converties en un 14e et un 15e emprunts avec un taux d'intérêt de 4 %. En 1792, la banque Hope et Cie eut à s'occuper du placement des 16e et 17e emprunts russes, pour un montant total de 6 millions de florins mais à 4,5 % d'intérêt, qui furent affectés au paiement des dépenses de l'État et des intérêts de la dette. Cependant, les deux emprunts suivants qui furent ouverts aux Pays-Bas ne produisirent pas la somme attendue de 6 millions de florins[29].

Avant de demander sa retraite pour cause de maladie en 1792, Viazemsky présenta à Catherine II un mémoire sur l'état de la dette de l'État[30]. Dans ce document, il distinguait, au sein de l'ensemble de la dette, la dette extérieure et la dette intérieure, réparties en quatre catégories comme suit (voir tableau 1).

28. *Ibid.*, p. 855.
29. *Sbornik RIO*, t. 28, p. 446-447 ; P. P. Migulin, *Russkij gosudarstvennyj kredit…, op. cit.*, p. 10-12.
30. *Sbornik RIO*, t. 28, p. 435-436.

Tableau 1

La dette publique russe en 1792

Dénomination	*Montant*
1re catégorie	
Emprunts hollandais	54 000 000 florins
Emprunts génois	3 000 000 piastres
Total	**34 062 111 roubles (1 rouble = 35 stivers)**
2e catégorie	
Assignats émis au-delà de la proportion fixée à 100 millions de roubles	13 000 000 roubles
Intérêts perçus sur des prêts bancaires sur 20 ans	6 311 121 roubles 50 kopecks
Total	**19 311 121 roubles 50 kopecks**
3e catégorie	
Dettes à la Banque des assignats, à acquitter conformément au plan de 1786 par le versement d'un million de roubles pendant 6 ans et demi	6 600 000 roubles
Fonds provenant des bureaux de banque des villes	1 200 000 roubles
Fonds de réserve militaire	15 000 000 roubles
Fonds pour les villes déposés à la Banque d'État des prêts	6 160 000 roubles
Or pris au Bureau de la cour impériale	231 091 roubles
Dettes contractées par le général en chef Mikhaïl Kahovsky pour la flotte de la mer Noire	1 099 155 roubles
Total	**30 290 246 roubles**
4e catégorie	
Assignats émis pour la construction de la route entre Moscou et Saint-Pétersbourg	2 210 000 roubles
Fonds provenant de l'affermage de la vente du sel et des spiritueux	5 319 534 roubles 66,5 kopecks
Montants dus au Commissariat des armées sur les comptes de la province de Perm de 1785-1887 et pour la fourniture des armements et des vêtements et le dépassement des salaires	1 823 403 roubles 31 kopecks
Dettes du Bureau de la cour impériale avant 1789	278 966 roubles 96 kopecks
Total	**9 631 904 roubles 93,25 kopecks**
Montant total de la Dette russe	
Total	**93 295 383 roubles 43,25 kopecks**

Au lendemain de la guerre, Viazemsky évaluait la dette globale de l'État à 93 295 383 roubles. « Les dettes principales sont celles de la première et de la deuxième catégories », estimait-il, qui devaient être remboursées avant toutes les autres. Il pensait qu'il serait bon d'envisager, à partir de 1793, de réserver chaque année 1,5 million de roubles sur les revenus ordinaires pour le remboursement de la dette extérieure et 1 135 948 roubles pour payer la dette bancaire. De cette manière, l'État pourrait s'acquitter de ses dettes en 18 ans. En revanche, le solde de 39 922 151 roubles représentait « les dettes sans échéances ou celles qu'il ne faudrait pas rembourser[31] ».

Lorsqu'il devint procureur général du Sénat, le comte Alexandre Samoïlov ne reprit pas le projet de Viazemsky. En 1793, il présenta à l'impératrice un état de compte des dettes de l'État, accompagné d'un avis sur la manière la plus commode de procéder à leur remboursement. Pour commencer, il évoqua le contexte et les circonstances qui poussèrent l'État à engager 17 790 995 roubles de nouvelles dépenses et dettes, ce qui empêcha la réalisation du projet de son prédécesseur. Dans le mémoire de Samoïlov, le total de la dette de l'État s'élevait à 112 196 651 roubles. On peut voir que ses composantes extérieure et intérieure étaient fort inégales :

– la dette intérieure en représentait la plus grande part, avec 64,5 % (72 457 521 roubles) ;

– la part de la dette extérieure était de 39 739 130 roubles (1 rouble = 30 stivers), soit 35,4 %.

Néanmoins, Samoïlov adhérait à l'idée de Viazemsky que la priorité devait être accordée au remboursement des dettes contractées à l'étranger, pour lesquelles le Trésor devait payer des intérêts. Par contre, comme les dettes du Trésor à l'égard des banques étaient « une dette intérieure qu'il avait contractée sans intérêts et échéances », elles pourraient n'être remboursées que lorsque « l'occasion et les circonstances se présenteraient »[32]. Ces dettes étaient regroupées dans les deuxième et troisième catégories, pour lesquelles Samoïlov entreprit de définir les différents délais et modes de paiement. Par exemple, les 6 160 000 roubles d'assignats destinés aux villes, qui avaient été transférés pour renflouer le Trésor pendant la guerre, selon les oukases du 28 janvier et 7 mars 1789, devraient être restitués à la Banque des prêts, dans un délai de 22 ans. En revanche, Samoïlov proposait d'annuler des engagements de l'État qui figuraient dans la quatrième catégorie. Il y en avait au total pour 9 631 904 roubles. Tels furent, par exemple, les 1 309 183 roubles dépensés

31. *Sbornik RIO*, t. 28, p. 436.
32. *Ibid.*, p. 338.

par le Commissariat des armées pour les fournitures et salaires pendant la guerre et les dettes envers les fournisseurs contractées par le Bureau de la cour impériale avant 1789. Il était question de ne s'en acquitter qu'après la guerre. Mais, dans son mémoire sur la dette, Viazemsky déclara que le Commissariat des armées et le Bureau de la cour impériale « parvenaient depuis plusieurs années à se passer de ces sommes ». Selon Samoïlov, « il était préférable de réunir ces créances toutes ensemble et de les examiner afin de déterminer ce qui devait être payé[33] ».

Pour assurer le crédit public, il conviendrait, selon Samoïlov, de retirer de la circulation 20 millions d'assignats émis dans les années 1790-1793. L'opération serait mise en œuvre progressivement, afin de revenir à la quantité de 100 millions initialement prévue vers 1805. Dans son projet, il était prévu d'assigner chaque année 4 millions de roubles au remboursement du capital de la dette à hauteur de 39,7 millions de roubles et le paiement des intérêts pour un montant de 18,1 millions pendant 15 ans. Pour constituer ce fonds, Samoïlov proposait d'augmenter le prix de vente de la vodka de 3 à 4 roubles par seau (12,5 litres) dans tout l'Empire. Le projet de Samoïlov fut approuvé par l'impératrice le 23 juillet 1794. Cependant, le Trésor fut amené à affecter le complément de ressources nécessaires pour son accomplissement à d'autres besoins plus urgents.

Entre-temps, le contexte international se modifia. Au printemps 1795, les Pays-Bas furent occupés par l'armée française. Suite à cela, le banquier Hope déclara qu'il était contraint de cesser le placement des obligations russes et allait s'établir en Angleterre. Le Comité se saisit de l'occasion pour le solliciter en vue d'ouvrir des emprunts d'État russes en Angleterre, mais en vain[34]. En 1796, le gouvernement décida d'interrompre le paiement des intérêts sur la dette hollandaise sous prétexte que les Pays-Bas étaient sous l'occupation française. Ces montants furent déposés à la Banque d'État des prêts.

À la fin du règne de Catherine II, le capital de la dette extérieure était de 62 108 695 roubles. Les intérêts représentaient annuellement une charge de 1 961 956 roubles, soit 2,9 % de tous les revenus de l'État[35]. Le service de la dette n'apparaît certes pas important, étant donné que les revenus de l'État s'élevaient à 68,5 millions de roubles en 1796. Mais si l'on tient compte des 157 703 640 roubles constitués en assignats et des 17 570 000 roubles de dettes pour diverses fournitures faites à l'État, la situation de la dette publique était préoccupante.

---

33. *Sbornik RIO*, t. 28, p. 454-455.
34. N. K. Brževskij, *Gosudarstvennye dolgi Rossii…, op. cit.*, p. 154.
35. P. P. Migulin, *Russkij gosudarstvennyj kredit…, op. cit.*, p. 29.

IV. LA DETTE GOUVERNEMENTALE SOUS PAUL I^er

Après la mort de Catherine II en 1796, son fils Paul I^er, âgé de 42 ans, monta sur le trône. Le 4 décembre 1796, il nomma le baron Alexeï Vassiliev, un ancien collaborateur compétent et assidu de Viazemsky, à la charge de trésorier d'État qu'il venait de créer et il établit une commission pour examiner les comptes des dettes de l'État. En janvier 1797, celle-ci remit au tsar un rapport, dans lequel il était envisagé de verser annuellement 6 millions de roubles pour payer les intérêts de la dette hollandaise et de rembourser une partie du capital des emprunts génois, tout en étalant partiellement les paiements. Paul I^er approuva ce projet, mais il ne fut pas mis en application. En juin 1797, la République ligurienne fut proclamée à Gênes, et incorporée au territoire de l'Empire français en 1805. Le banquier Rennie arrêta ses opérations financières. Le représentant de la Couronne russe à Gênes, Akim Lizakevitch, rapporta que les prêteurs génois souhaitaient recevoir des intérêts sur leurs obligations russes après l'évacuation des troupes françaises de Gênes. En raison de ces circonstances, le 8 septembre 1800 Vassiliev reçut l'ordre du tsar de suspendre temporairement le paiement de 1 127 171 roubles d'intérêts sur la dette génoise[36].

Préoccupé par la dégradation de l'état des finances publiques et la dépréciation du papier-monnaie, Paul I^er rendit le 18 décembre 1797 un oukase qui reconnut 157,7 millions de roubles d'assignats circulant dans le pays comme dette de l'État[37]. Les autorités procédèrent à leur échange contre des espèces métalliques avec une commission fixée à 30 kopecks. À ces fins, l'encaisse en or et en argent de la Banque des assignats fut renforcée par de nouvelles frappes de pièces. L'échange commença à Saint-Pétersbourg le 1^er janvier 1798 et à Moscou à partir du mois de mai de la même année. Un assignat s'échangeait à raison de 73 kopecks d'argent. Personne ne pouvait recevoir plus de 10 roubles en or et 40 roubles en argent par jour. La conversion des assignats en monnaie de cuivre s'effectuait sans restriction. Mais le fonds métallique de la banque commença rapidement à s'épuiser, et les spéculateurs étaient nombreux. Alexeï Kourakine, le frère du vice-chancelier Alexandre Kourakine, nommé alors à la direction de la Banque des assignats, en rendit compte à Paul I^er[38]. Par l'oukase du 21 juillet 1798[39], il fut d'abord décidé d'établir une commission de 40 kopecks, avant d'arrêter complètement les opérations de change à partir de la mi-octobre.

36. N. K. Brželskij, *Gosudarstvennye dolgi Rossii…, op. cit.*, p. 161.
37. *PSZ*, t. 24, n° 18278.
38. OR RGB, f. 484, op. 1, d. 58, l. 487.
39. *PSZ*, t. 25, n° 18594.

Suite aux partages de la Pologne en 1772, 1793 et 1795, la Russie, la Prusse et l'Autriche signèrent, le 15 janvier 1797, une convention dans laquelle les parties s'engageaient à partager le montant des dettes de la République des Deux-Nations et du dernier roi Stanislas-Auguste (1764-1795) en fonction de la taille des territoires qu'elles avaient acquis. La plupart des prêts contractés dans les territoires polono-lituaniens qui se trouvèrent dès lors rattachés à l'Empire russe furent obtenus auprès des banquiers hollandais. Par conséquent, Hope et C^ie^ envoya son représentant, R. Woute, à la Cour de Saint-Pétersbourg afin de convenir de nouvelles conditions et modalités des dettes de Hollande russes. Paul I^er^ prescrivit alors de remettre à Hope et C^ie^ une seule obligation d'un montant de 88,3 millions de florins[40]. La durée de l'emprunt fut fixée à 12 ans. Le taux d'intérêt était de 5 % (donc plus élevé que ceux des emprunts conclus sous Catherine II). Tout cela eut pour conséquence d'accroître l'endettement de la monarchie russe. Ayant pris à sa charge la « dette polonaise », elle poursuivit des objectifs apparemment politiques :

– d'une part, il était important de regagner la confiance et de rassurer les milieux financiers étrangers sur sa solvabilité et ses intentions d'honorer ses engagements ;

– d'autre part, il s'agissait de démontrer que les territoires nouvellement acquis bénéficiaient de la protection du pouvoir impérial russe. Celui-ci désirait de cette façon s'assurer du soutien des élites polonaises, qui étaient invitées à entrer au service de la Russie, non seulement au sein des institutions locales, mais aussi dans l'administration impériale[41].

Hope et C^ie^ apprit sans doute la faillite du banquier Sutherland, qui se suicida à Saint-Pétersbourg en 1791. Elle fit l'objet d'une enquête qui montra que Sutherland utilisait de l'argent public dans la conduite de ses affaires financières privées[42]. Il n'est pas exclu que cette affaire ait contribué à la décision de Paul I^er^ de réorganiser les relations entre l'État et les banquiers privés. En janvier 1798, il créa le Bureau des banquiers et commissaires de la cour, composé de Woute, Velio et Ralles, en charge de maintenir et développer les relations avec des

40. *PSZ*, t. 25, n° 18326 (oukase donné au Sénat le 15 janvier 1798).

41. Concernant les partages de la Pologne et le problème de la « dette polonaise » à la fin du XVIII^e^ et au début du XIX^e^ siècles, voir Ekaterina Anatol'evna Pravilova, « Pol'skij dolg Rossijskoj imperii. K istorii rossijskoj finansovoj politiki konca XVIII – načala XIX vv. », *in Stranicy rossijskoj istorii. Problemy, sobytija, ljudi*, Saint-Pétersbourg, D. Bulanin, 2003, p. 130-140.

42. Sur le banquier R. Sutherland et ses activités en Russie de 1780 à 1791, voir Vladimir Vassilievíč Morozan, *Istorija bankovskogo dela v Rossii (vtoraja polovina XVIII – pervaja polovina XIX vv.)*, Saint-Pétersbourg, Kriga, 2004, p. 70-74.

créditeurs étrangers de l'État russe[43]. Les activités des trois banquiers étaient placées sous une étroite surveillance du trésorier d'État, auquel un contrôleur devait présenter chaque mois un rapport sur les opérations qu'ils effectuaient en Europe[44]. À noter toutefois que cette réorganisation n'aboutit pas à réduire les coûts de gestion de la dette impériale.

En 1798, Paul Ier s'engagea, aux côtés de son allié, l'Angleterre, dans les campagnes contre la France napoléonienne. Cette politique fut poursuivie après son assassinat en mars 1801 et l'avènement de son fils, Alexandre Ier (1777-1825), au trône. Elle enterra définitivement les efforts entrepris pour résorber la dette de l'État. L'impression des assignats fournit une partie des ressources nécessaires pour couvrir les dépenses extraordinaires. En décembre 1798, la Russie et l'Angleterre conclurent un accord, par lequel cette dernière accorda une aide financière de 225 000 livres sterling et des subsides mensuels à hauteur de 75 000 livres sterling pour l'envoi par la Russie de deux corps expéditionnaires : l'un (45 000 hommes) ayant pour but de chasser de Hollande les Français et l'autre (60 000 hommes) pour combattre, conjointement avec les Autrichiens, les troupes françaises dans le nord de l'Italie. Le transfert de fonds à la disposition des armées russes était assuré par plusieurs banquiers privés : Harman et Cie à Londres, Fries et Cie à Vienne, Matthiessen & Sillem à Hambourg, Frege et Cie à Leipzig, la maison de banque des frères Schickler à Berlin. En 1799, le gouvernement britannique fournit encore 815 000 livres sterling et 545 494 livres sterling en 1800, puis 250 000 livres sterling en 1802 et 63 000 livres sterling en 1803[45].

Avec la troisième, puis la quatrième coalition contre Napoléon, l'Angleterre finança la poursuite des opérations militaires. Cependant, les subsides anglais ne suffisaient pas pour couvrir toutes les dépenses de l'armée russe. D'après un rapport de Vassiliev du 16 janvier 1806, après avoir promis 800 000 livres sterling à la Russie, l'Angleterre ne versa que 160 000 livres sterling (960 000 roubles), alors que le Trésor engageait 3 627 711 roubles de dépenses militaires[46]. Le gouvernement russe se trouva dans l'urgence d'adresser, le 15 novembre 1806, une note à Charles Stuart, ministre plénipotentiaire à Saint-Pétersbourg, avec une proposition d'ouvrir en Angleterre un emprunt d'un montant de 6 millions

43. RGIA, f. 1341, op. 1, d. 157, l. 2.

44. Pour plus de détail, voir Boris Vassilievič Anan'ič, Serguej Konstantinovič Lebedev, « Kontora pridvornyh bankirov v Rossii i evropejskie denežnye rynki (1798-1811) », *in* A. A. Fursenko (dir.), *Problemy social'no-ekonomičeskoj istorii Rossii*, Saint-Pétersbourg, Nauka, 1991, p. 125-148.

45. *Ibid.,* p. 132-136.

46. Aleksej Leont'evič Naročnickij (dir.), *Vnešnjaja politika Rossii XIX i načala XX veka. Dokumenty rossijskogo Ministerstva inostrannyh del. Serija pervaja : 1801-1815, tom 3: janvar' 1806-ijul' 1807*, Moscou, Gospolitizdat, 1963, p. 33-34, 657.

de livres sterling[47]. L'emprunt devait être placé principalement auprès des entrepreneurs et des financiers, mais son succès dépendait de l'accord du gouvernement britannique pour se porter garant. La durée de l'emprunt serait fixée à 20 ans, avec des intérêts payables trois ou quatre fois par an au taux de 5 %.

Des pourparlers au sujet de l'emprunt se poursuivirent jusqu'en juin 1807. Malgré l'insistance des agents diplomatiques russes à Londres, faisant valoir que « les besoins étaient urgents » et que la Russie « savait respecter ses engagements », le gouvernement de Lord Grenville refusa d'accorder sa garantie à l'emprunt, mais promit d'octroyer à la Russie des subventions supplémentaires[48]. La condition préalable à leur octroi était cependant l'engagement de la Russie de ne conclure aucun traité d'armistice ou de paix séparément de l'Angleterre et d'agir de concert avec elle pendant la guerre. La Cour de Russie jugeait cependant préférable le recours à l'emprunt, jugeant que le système de subsides instaurait une dépendance financière à l'égard de l'Angleterre. Au bout du compte, le gouvernement britannique ne consentit pas de prêt à la Russie, bien que Harman et C^ie^ fut sollicité pour délivrer une somme de 500 000 livres sterling, qui fut tout de suite transportée sur une frégate russe à Göteborg[49], comme le montre la dépêche de Pavel Nicolay du 28 décembre 1806.

Le 7 juillet 1807, le tsar Alexandre I^er^ et l'empereur Napoléon signèrent un traité de paix à Tilsit. Napoléon exigea que la Russie adhérât au blocus continental contre l'Angleterre, en fermant ses ports au commerce britannique. Les relations politiques et financières anglo-russes furent rompues.

V. LE PLAN DE RÉTABLISSEMENT DES FINANCES DU COMTE SPERANSKY

Durant la première décennie du règne d'Alexandre I^er^, en particulier en 1805-1809, les finances publiques furent dans une situation extrêmement difficile. Les dépenses de l'État continuèrent à augmenter, alors que les revenus n'évoluaient pas au même rythme. Le déficit atteignit 157,5 millions de roubles dans le budget de 1809. La dette intérieure s'établit à 533,2 millions de roubles en assignats n'ayant pas de contrepartie en métaux précieux[50]. S'ajoutèrent à ce

47. Aleksej Leont'evič Naročnickij (dir.), *Vnešnjaja politika Rossii XIX...*, *op. cit.*, p. 391-392.
48. *Ibid.*, p. 478, 536-537, 657, 718-719.
49. *Ibid.*, p. 444-445.
50. Voir J. I. Pečerin, *Istoričeskij obzor rospisej gosudarstvennyh dohodov i rashodov s 1844 po 1864 vključitel'no*, Saint-Pétersbourg, I. N. Erlik, 1898, t. 1, p. 10-11.

tableau les effets négatifs que le traité de Tilsit produisit sur l'économie russe. La rupture des relations avec l'Angleterre et l'application du blocus qui ruinait le commerce russe suscitèrent un mécontentement dans la société, ce qui donna à Alexandre I^er une raison de plus pour rompre le traité en 1811.

Au cours de ces années, Mikhaïl Speransky (1772-1839) se vit associé à l'élaboration des projets de réformes gouvernementales d'Alexandre I^er. Cette activité aboutit à la rédaction de son fameux *Plan sur les finances*[51], présenté et discuté au Conseil d'État le jour même de son ouverture, le 1^er janvier 1810.

Le Plan était structuré autour de deux parties, dont le fil conducteur était de vouloir rétablir la situation financière de l'État :

– la première partie exposait un ensemble de mesures à adopter dans l'immédiat pour y parvenir ;

– dans la deuxième partie étaient présentés les nouveaux principes sur lesquels se fonderaient la réorganisation des finances de l'État et la politique monétaire de la Russie après 1810.

Speransky développa, à travers ces pages, une analyse cohérente des questions liées au budget, à la fiscalité, au système monétaire et au crédit public, ainsi qu'à l'amélioration de l'administration des finances.

En effet, le poids de la dette de l'État était considéré comme un problème majeur. « Inutile de s'attarder ici sur la question de la banqueroute, écrivit-il. Il suffit de remarquer que l'émission immodérée et annuelle d'assignats sans effectuer les paiements est déjà en soi le début de la banqueroute »[52]. Speransky entendit maîtriser la dette par des procédés inédits qui s'inséraient dans une nouvelle conception de la politique financière de l'État. En particulier, il insistait sur la nécessité de réduire les dépenses de l'État, de procéder à la création de nouveaux impôts et d'arrêter les émissions de papier-monnaie. Il cherchait à imposer la rigueur financière et à renforcer le suivi de l'exécution du budget de l'État, en séparant notamment les fonctions de contrôle et d'administration en matière de finances.

Les propositions de Speransky commencèrent à se concrétiser par le manifeste rendu par le tsar le 2 février 1810[53]. Ce texte reconnaissait de nouveau toute la masse des assignats en circulation comme dette de l'État et stipulait l'arrêt

---

51. Ce texte a été réédité, accompagné d'une préface et de commentaires, par les juristes spécialisés sur l'histoire du droit financier A. N. Kozyrin et A. A. Jalbulganov en 1998. Voir Aleksandr Nikolaevič Kozyrin (dir.), *U istokov finansovogo prava. M. M. Speransky, N. I. Turgenev, I. F. Frolov*, Moscou, Statut, 1998, p. 35-98.
52. A. N. Kozyrin (dir.), *U istokov finansovogo prava…*, *op. cit.*, p. 82.
53. *PSZ*, t. 31, n° 24116.

des émissions de papier-monnaie à l'avenir. En vertu d'un autre manifeste, daté du 27 mai 1810[54], fut instituée une commission pour le remboursement des dettes. Elle devait procéder à la vente des biens et des terres de l'État en vue de constituer un fond qui devait servir à rembourser la dette[55].

Il était envisagé de convertir une partie des dettes en un emprunt intérieur. Le manifeste du 27 mai 1810 lança un emprunt de 100 millions de roubles, en mettant en place cinq séries de 20 millions pour une durée de 7 ans. Les obligations étaient émises avec une valeur nominale de 1 000 roubles et donnaient le droit de percevoir 6 % par an. Les acquéreurs pouvaient les acheter en numéraire ou en assignats. Il était possible de donner les obligations en gage pour assurer l'exécution des contrats d'affermage et de fourniture. La première série de l'emprunt fut souscrite avec succès vers la fin de mai 1811. 5 millions de roubles d'assignats reçus en paiement furent ensuite publiquement détruits.

Très apprécié par l'empereur, Speransky fut son plus proche conseiller de 1808 à 1812. Il fut surtout influent depuis sa nomination en tant que secrétaire d'État en 1810. La disgrâce de Speransky, le 17 mars 1812, mit un coup d'arrêt à sa carrière politique et à la mise en place des réformes financières qu'il avait préparées. Speransky fut relevé de ses fonctions trois mois après son bannissement et envoyé en exil à Nijni-Novgorod.

La guerre qui s'engagea contre la France et les campagnes des années 1813-1814 se traduisirent par une hausse significative des dépenses et le gonflement de la dette de la Russie. En avril 1812, les préparatifs de guerre donnèrent lieu à l'émission, pour la première fois, de bons du Trésor d'une valeur nominale de 200 à 500 roubles, assortis d'un taux d'intérêt de 6 % pour une durée d'un an. Les émissions d'assignats furent renouvelées. Leur nombre atteignit 825 823 700 roubles vers 1815. Le rouble-assignat se déprécia, au point de ne plus valoir alors que 20 kopecks d'argent[56].

Conclusion

La dette publique naquit en Russie au moment où elle s'affirmait comme l'une des grandes puissances européennes. Dans la seconde moitié du XVIII[e] siècle, la Couronne se mit à contracter des emprunts à l'étranger pour financer les guerres et la croissance territoriale et économique de l'empire. L'émission de papier-monnaie constitua une source alternative pour compléter les rentrées

54. *PSZ*, t. 31, n° 24244.
55. *Ibid.*, n° 24346 (oukase du 10 septembre 1810).
56. J. I. Pečerin, « Naši gosudarstvennye assignacii… », art. cit., p. 620.

fiscales. Le caractère permanent de la dette devint un fardeau pour les finances russes, qui ne reposaient jusqu'alors que sur les impôts.

Plusieurs facteurs contribuèrent à la progression de l'endettement de l'État. Ce n'était pas seulement le fait que Catherine II s'éloigna des règles et des préceptes du bon gouvernement des finances, empruntés des caméralistes allemands et des juristes et philosophes des Lumières – et pourtant clairement exposés dans son Instruction *(Nakaz)* donnée aux députés de la Commission pour l'élaboration du nouveau Code des lois (1767-1768). Afin de couvrir les dépenses occasionnées par la guerre et les autres besoins, le pouvoir impérial ne pouvait pas augmenter constamment l'impôt sur « les âmes » *(podušnaja podat')* et les autres taxes, car cela aboutissait à la surcharge des contribuables et à la dégradation de la situation de la paysannerie. D'autre part, les problèmes monétaires et l'insuffisance des capitaux à l'intérieur du pays furent des facteurs qui poussèrent souvent à recourir aux emprunts extérieurs. Les souverains russes n'avaient pas, en effet, la même possibilité que les rois de France, d'Espagne et des autres États ouest-européens de faire appel au crédit des villes ou des financiers privés pour trouver une partie des sommes nécessaires à leur trésorerie.

Néanmoins, on ne saurait se réduire à ce constat. L'histoire de la Russie de cette période est marquée par des changements apportés par l'apparition des banques, du papier-monnaie et de la dette dans son économie et dans les finances publiques. Il est clair que ces innovations répondaient au souci de régler les difficultés financières, de fluidifier la circulation monétaire, de favoriser et connecter les marchés et les acteurs qui opéraient à travers l'empire. La réforme bancaire de 1786 visait un double objectif : organiser le crédit pour la noblesse et les marchands et réduire les dettes de l'État.

Il convient de souligner le rôle important des marchands-banquiers étrangers présents à la cour de Saint-Pétersbourg dans le processus qui permit à la Russie de se positionner comme un État emprunteur sur les marchés financiers européens. Le pouvoir russe s'appuya sur leurs réseaux pour établir des liens avec des milieux d'affaires en Europe. L'appel à ces intermédiaires lui permettait non seulement de rassembler l'argent dont il avait besoin, mais aussi de gérer les opérations de remboursement de la dette, tout en opérant dans les meilleures conditions un transfert de fonds pour l'entretien des armées en campagne et des services diplomatiques en Europe.

La plupart des premiers emprunts d'État russes furent contractés dans les Provinces-Unies et en Italie. La Couronne russe se montra initialement comme un emprunteur responsable, qui s'efforçait d'honorer ses dettes. De cette manière, elle se souciait de gagner la confiance des prêteurs, puis de la renforcer et de la

pérenniser. Cependant, les ambitions géopolitiques, les guerres et les réformes menées par Catherine II pour développer l'Empire étaient coûteuses. Pour alimenter le Trésor, la monarchie russe continua d'emprunter, ajoutant de nouveaux intérêts à sa dette, et pratiqua des émissions trop fréquentes d'assignats.

La conséquence en fut que vers la fin du règne de Catherine II les dettes s'accumulèrent, et la Russie était proche du défaut de paiement. Le problème de l'endettement de l'État ne semblait toutefois pas insoluble aux yeux des conseillers préposés à la direction des finances impériales. Pour rendre la dette soutenable, une réduction des taux d'intérêt fut négociée à plusieurs reprises avec des banquiers étrangers. Dans les projets élaborés au début des années 1790, on songeait en priorité au remboursement des dettes contractées à l'étranger par l'État russe, tandis que le paiement de certaines dettes intérieures pourrait être reporté ou partiellement annulé.

À la charnière des XVIII^e^ et XIX^e^ siècles, les émissions d'assignats troublaient la confiance et la circulation monétaire dans le pays. Les gouvernements de Paul I^er^ et Alexandre I^er^ en avaient conscience lorsqu'ils tentèrent, en vain, de racheter une partie des assignats et ainsi d'en réduire la quantité en circulation. Dans son projet de rétablissement des finances impériales proposé en 1810, le comte Speransky mit en évidence la nécessité de réviser la politique financière de l'État. Cependant, la situation des finances de la monarchie était telle qu'il ne lui était plus possible de rembourser intégralement ses dettes ou de revenir au niveau initial d'endettement.

LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE PAR LES HABSBOURG DANS L'AUTRICHE DU XVIII^{e} SIÈCLE

Jean BÉRENGER

Introduction

L'historiographie classique autrichienne a toujours gémi sur le manque de ressources de la Cour de Vienne. Les succès (relatifs) des Impériaux sur les champs de bataille européens semblent néanmoins démontrer le contraire. Si l'Empereur était souvent impécunieux, s'il manquait de liquidités, il n'était ni pauvre ni impuissant. Pour faire face à des dépenses croissantes, les Habsbourg pouvaient en effet jouer sur plusieurs claviers et trouver ainsi les ressources financières nécessaires à la conduite de leur politique, bien au-delà des rentrées fiscales dont ils pouvaient disposer. Si la banque juive joua constamment un rôle considérable, la création de la Banque de Vienne et l'appel aux circuits extérieurs expliquent que l'on assista à un développement considérable du recours au crédit public au cours du XVIII^{e} siècle.

I. LA BANQUE JUIVE JUSQU'EN 1740

Jusqu'en 1740, l'importance de la banque juive dans l'allocation de crédit à la monarchie était inversement proportionnelle au nombre de ses représentants. De ce point de vue, les Oppenheimer, et leurs parents, les Wertheimer, restaient les plus importants.

A. LA BANQUE OPPENHEIMER

De fournisseur, Samuel Oppenheimer (1639-1703) devint le banquier de la Cour. En 1695, il procura ainsi à lui seul 45 % du crédit souscrit par le Trésor (*Hofkammer*), soit 3,2 millions de florins sur 6,75 millions. Il s'agissait d'anticipations dont la durée maximum était de 1 an. Fait significatif, le taux de l'intérêt, qui variait ordinairement entre 5 et 6 % par an et qui était généralement

fixé dans le contrat d'anticipation, ne fut pas précisé : on resta fort discret sur les conditions de ce crédit, probablement pour cacher des « taux usuraires »[1].

En 1699, Samuel Oppenheimer était à la tête d'une affaire de dimension internationale, qui étendait ses activités des Pays-Bas à la Hongrie méridionale et traitait avec les banquiers de Milan et d'Amsterdam. Il dirigeait sa banque avec une relative prudence, refusant d'accorder du crédit à n'importe quelle condition, pour ne pas aller au-delà de ses propres capacités financières. Il n'eut d'ailleurs guère recours aux services de ses parents et des autres banquiers juifs. Il recueillait des capitaux auprès des princes allemands, en particulier les électeurs de Saxe, de Mayence et de Trèves, qui n'avaient aucune confiance dans le Trésor de Vienne, traditionnellement accusée de mauvaise gestion, de gaspillage et de malversations. Il devait cependant emprunter à un taux minimum de 6 % à des princes de l'Église, qui étaient aussi, il est vrai, des souverains temporels alliés de la Maison d'Autriche.

Parce que le Trésor le remboursait peu en argent comptant, sauf à la fin de l'année et en cas de nécessité, il devait escompter à 15 % les assignations auprès des officiers de finance de l'Empereur. Aussi Oppenheimer augmentait ses prix en conséquence et bien que nous ignorions le taux des prêts qu'il consentait, ses ennemis l'ont accusé de prêter à 30 % l'an, étant entendu que de telles conditions ne représentaient en aucune façon un bénéfice net de ce niveau. Toutefois, aucun autre marchand banquier ne disposait de capitaux aussi importants et aucun autre n'était prêt à risquer de telles sommes en accordant du crédit à un État qui n'inspirait pas confiance. Les dettes du Trésor vis-à-vis d'Oppenheimer étaient de 3 millions de florins en 1701. Mais elles recommencèrent à croître de manière vertigineuse au début de la guerre de Succession d'Espagne et le Trésor lui devait 8 millions de florins en 1703, au moment de sa mort[2].

Le crédit à court terme accordé par Oppenheimer a été une aide appréciable pour le Trésor à une époque où la monarchie menait une guerre sur deux fronts, contre Louis XIV et le Sultan. De 1695 à 1698, le Trésor n'aurait pu maintenir sur pied les armées impériales sans collaborer avec Oppenheimer, qui n'était toutefois ni le seul fournisseur ni le seul bailleur de fonds, même pour les anticipations. Le budget de 1699, en excédent de 4 millions de florins, laissait bien augurer de l'avenir et d'un rapide remboursement des dettes de l'Empereur, mais la succession d'Espagne en décida autrement.

---

1. Tous les chiffres cités proviennent de la HKA, Vienne, Gedenkbücher 223 et 436.
2. Max Grünwald, *Samuel Oppenheimer und sein Kreis (ein Kapitel aus der Finanzgeschichte Österreichs),* Vienne-Leipzig, W. Braunmüller, 1913, p. 115.

En dépit des immenses services qu'il avait rendus à la monarchie, la position d'Oppenheimer demeura précaire, tant à la Cour, où il était en butte à l'hostilité du cardinal Kollonitsch, qu'à la ville, où il était victime de l'antisémitisme populaire, qui n'avait pas désarmé depuis 1669[3]. En 1700, la populace pilla son hôtel particulier situé sur le Graben ; sa comptabilité fut détruite, sa vie fut un instant menacée. Selon le *Theatrum Europaeum*, les soldats attendirent que la fureur populaire se calmât pour intervenir[4]. Les marchands banquiers lui reprochaient de spéculer sur les changes, tandis que les milieux populaires accusaient les Juifs de pratiquer le crime rituel. Lorsqu'il mourut en 1703, l'État refusa de payer ses dettes, et son fils Emmanuel fit appel aux souverains européens, auxquels l'Empereur devait de l'argent, pour qu'ils interviennent en sa faveur. Après de longs retards, le Trésor lui refusa les 6 millions de florins qu'il réclamait et exigea, non sans mauvaise foi, le remboursement de 4 millions de florins, qui correspondaient à une somme, augmentée des intérêts composés, qu'Oppenheimer aurait indûment touchée au début de sa carrière. Emmanuel Oppenheimer mourut en 1721 et le procès ne fut définitivement réglé qu'en 1763.

Sa mort en 1703 fut considérée comme une catastrophe par le gouvernement de Vienne, à commencer par le prince Eugène de Savoie, qui écrivait à son ami Starhemberg le 3 octobre 1703 :

> « Toute la monarchie était sur le fil du rasoir et pourrait réellement s'effondrer ; si on n'était pas capable de trouver 50 000 florins en espèces, tout pouvait arriver et [qu']il ne savait pas comment l'empêcher[5]. »

La disparition du banquier juif privait les finances impériales de sa principale ressource en argent liquide, alors que la monarchie, comme tous les grands États, ne disposait d'aucune liquidité en attendant la rentrée des impôts et qu'en conséquence elle ne pouvait payer ni ses soldats ni ses fournisseurs. La faillite de la banque Oppenheimer eut un effet salutaire en obligeant le gouvernement de Vienne à réagir. Le prince Eugène de Savoie obtint la démission du président du Trésor Salaburg, notoirement incompétent, et son remplacement en 1703 par un aristocrate honnête et compétent, le comte Gundacker Thomas Starhemberg (1663-1745), qui se révéla bon gestionnaire[6].

---

3. Dépêche de Grémonville, résident français, au roi du 9 mai 1669, Archives des Affaires étrangères [désormais Ar. MAE] Paris, C. P. Autriche, vol. 33, f° 16.
4. *Theatrum Europaeum*, Francfort, 1705, t. XV, p. 719.
5. A.Ö.G. 132, citée par Brigitte Holl, *Hofkammerpräsident Gundaker Thomas Graf Starhemberg und die österreichische Finanzpolitik der Barockzeit (1703-1715)*, Vienne, Verlag der Österreichischen Akademie der Wissenschaften, 1976, p. 47.
6. B. Holl, *Hofkammerpräsident Gundaker Thomas Graf Starhemberg, op. cit.*, A.Ö.G. 132, p. 47.

B. La banque juive au XVIII^e siècle après Oppenheimer[7]

La faillite de la banque Oppenheimer ne signifiait pas la disparition de la banque juive à la Cour de Vienne. Le fils et le petit-fils de Samuel, qui épousa une fille Arnsteiner, continuèrent ses activités. Samson Wertheimer, « l'empereur des Juifs » était un neveu de Samuel Oppenheimer. Il vint s'installer à Vienne en 1684 et il laissa une fortune de près de 2 millions de florins. Sa fille épousa Berend Gabriel Eskeles, son fils épousa une fille de Berend Lehmann, le Juif de la Cour de Dresde qui avait financé l'élection d'Auguste II à Varsovie en 1697. Emmanuel Oppenheimer reprit les activités de fournisseur aux armées de son père, tandis que son cousin, Samson Wertheimer, se cantonna dans un rôle plus traditionnel de Juif de Cour.

Entre 1714 et 1724, les banques juives, où dominaient les noms d'Emmanuel Oppenheimer, de Marx Schlesinger, de Löw Sinzheim et des frères Wertheimer, figuraient dans de nombreuses transactions avec le gouvernement. En 1733, Wolf Wertheimer fit encore une remise de 300 000 florins à l'électeur de Cologne, mais il semble avoir cédé la position dominante à Löw Sinzheim, à qui Charles VI devait 4 millions de florins en 1739. L'historien Max Grünwald[8] estime que les financiers juifs avaient prêté au Trésor au moins 78 millions de florins entre 1698 et 1739, soit en moyenne 2 millions de florins par an. Si on y ajoute les fournitures aux armées, les services rendus au Trésor se situaient entre 3 et 4 millions de florins par an, même si on manque d'études documentées sur le détail des affaires ainsi réalisées.

Bien que Marie-Thérèse, forte de l'expérience de son père et de ses préjugés antisémites, ait eu moins souvent recours aux services de la banque juive, les fournisseurs, les négociants et les banquiers juifs ne disparurent pas de Vienne après 1740. En résumé, les Juifs banquiers et fournisseurs aux armées (les Oppenheimer, Sinsheimer, Wertheimer) furent attirés à Vienne à la fin du XVII^e siècle et ils y firent de grosses fortunes, mais le peu d'empressement du gouvernement à payer ses dettes réduisit sérieusement leurs profits. Leur patrimoine sous Marie-Thérèse était plus modeste qu'auparavant ou que celui de leurs homologues anglais. Leur influence déclina après la mort de Löw Sinsheim en 1744. Néanmoins, leurs actifs au moment de leurs décès étaient en moyenne supérieurs à ceux de leurs homologues chrétiens. L'ascension des maisons Popper et Hönig montre que les guerres de Marie-Thérèse offraient

7. Peter Georg Muir Dickson, *Finances and Government under Maria Theresia 1740-1780*, Oxford, Clarendon Press, 1987, t. 1, p. 142-153.
8. Max Grünwald, *Samuel Oppenheimer und sein Kreis, op. cit.*, p. 168-170.

aux plus entreprenants des possibilités de s'enrichir. Pour tous ces hommes d'affaires, les liens familiaux jouèrent un grand rôle et les Juifs viennois, peu nombreux il est vrai, étaient encore dominés dans les années 1770 par les ramifications du clan des Oppenheimer et des Wertheimer. Les liens familiaux leur offraient des relations étroites avec les communautés établies en Allemagne, d'où ils étaient originaires, et en Hollande. Sous Joseph II, ces liens se détendirent, des familles comme les Arnstein s'intégrèrent à l'aristocratie après leur conversion au catholicisme et il appartiendra aux Rothschild d'écrire au XIX^e^ siècle un nouveau chapitre de la banque juive à Vienne.

II. LA BANQUE DE LA VILLE DE VIENNE, 1705-1740[9]

Le comte Gundacker Thomas Starhemberg orienta son action réformatrice vers la création d'un organe de crédit, capable d'apurer les dettes de l'État[10]. Il s'attacha à la question essentielle du crédit public et fit prévaloir une solution raisonnable, en utilisant le crédit dont disposaient les marchands banquiers de la Ville de Vienne. Cette tentative de banque publique, qui connut un succès durable et transforma la question du crédit en Autriche au XVIII^e^ siècle, était cependant la seconde de ce genre.

A. Le Banco del Giro

La création en 1704 du Banco del Giro, qui fut appuyée par l'empereur Léopold I^er^ et par tous ceux qui voulaient sauver la mise des héritiers Oppenheimer, fut en effet la première tentative de ce genre. Le Banco aurait dû agir comme une caisse d'amortissement en payant les dettes de l'Empereur, qui s'élevaient à 22 millions de florins en 1704 (soit un peu plus d'une année de revenus de la monarchie). Parmi les créanciers, on trouvait l'électeur de Hanovre, le prince Georges I^er^, futur roi d'Angleterre, l'électeur palatin, l'électeur de Trèves. Les banquiers pressaient Léopold de doter le Banco de 5,5 millions de florins par an. En fait, le Banco del Giro manquait de l'argent et de l'indépendance nécessaires. Starhemberg, le président du Trésor, aurait voulu apurer les comptes de la faillite Oppenheimer, pour dissocier nettement les deux établissements et repartir sur de nouvelles bases. Le parti aristocratique qui avait placé ses fonds chez le banquier juif voulait au contraire liquider l'affaire au mieux de ses intérêts.

---

9. Hermann Ignaz Bidermann, *Die Wiener Stadtbank,* A.Ö.G., t. 20, Vienne, 1858, p. 343-445.
10. B. Holl, *Hofkammerpraesident Gundaker Thomas Graf Starhemberg, op. cit.*, A.Ö.G., t. 132.

Les assignations sur le Banco, qui avaient été données en paiement des créances, tombèrent en 1704 à 30 % de leur valeur nominale. Le contre-projet de Starhemberg fut saboté par les États, qui n'attribuèrent pas au Banco les crédits suffisants pour effectuer le service de la dette. La faillite d'Oppenheimer, qui fut considérée par beaucoup comme frauduleuse, tourna court. Starhemberg, qui appartenait au clan antisémite, aurait voulu traîner Emmanuel Oppenheimer devant un tribunal d'exception pour haute trahison. Il n'en fut rien et celui-ci reprit les activités essentielles de son père, celles de fournisseur aux armées. Le Banco del Giro était donc une banque sans avenir.

B. La création de la Banque de la Ville de Vienne

La création de la Banque de la Ville de Vienne (*Wiener Stadtbank*) en 1705 fournit une solution au problème du crédit à court terme[11]. Elle joua à partir de ce moment le rôle naguère dévolu à Oppenheimer. Lui incombèrent, en effet, toutes les obligations financières de l'Empereur, et elle se substitua au Trésor pour le règlement de toutes les créances. On distingua alors dette flottante et dette consolidée : pour les dettes les plus anciennes, on promit ainsi de servir un intérêt, tandis que pour les dettes nouvelles, la banque reçut des revenus propres, à savoir le produit des péages et domaines de Basse-Autriche[12].

> « On sépara les dettes liquides en deux parties. On mit dans l'une toutes celles qui provenaient soit d'argent déboursé soit de livraisons faites en suite de bons contrats et l'on mit dans l'autre les grands arrérages qui étaient dus aux diverses personnes qui avaient servi la Cour […] On remit entre les mains de la Ville de Vienne, qui est elle-même très riche, des fonds suffisants pour payer dans le terme de quinze ans le capital et les intérêts de ces premières dettes et le calcul en fut fait de telle manière que pour payer le capital de cent mille florins dans le susdit terme on lui remit entre les mains un fonds qui rapportait annuellement neuf mille florins. Quant aux dettes provenues d'arrérages de gages, on ordonna aussi des fonds de la ville, mais qui n'ont été suffisants que pour payer à perpétuité les intérêts à cinq pour cent, sans que les créanciers soient en droit d'exiger leurs capitaux[13] ».

La banqueroute partielle que connut la France au printemps 1708 fut ainsi épargnée à la monarchie. La même année 1708, Starhemberg réduisit le déficit

11. H. I. Bidermann, *Die Wiener Stadtbank, op. cit.*, p. 341-445.
12. Ar. MAE, Mémoires et documents, Autriche, t. 3, f° 121-124.
13. *Ibid.*, f° 127-124.

et le ramena dans des limites supportables. Compte tenu de contributions en nature de 2 millions de florins en Hongrie, le déficit prévu aurait dû être de 8 millions de florins, mais le président de la Chambre ramena l'impasse à 3 millions de florins, en usant de différents expédients (artifices de trésorerie, quartiers d'hiver gratuits aux Pays-Bas, réduction des soldes).

Comme la Banque de la Ville était dotée de revenus réguliers, elle jouissait d'un certain crédit. Les banquiers génois lui prêtèrent même 5 millions de florins, ce qu'ils avaient toujours refusé au Trésor. Starhemberg veilla à ce qu'elle acceptât des dépôts des particuliers, remboursables à vue pour les sommes inférieures à 1 000 florins et rétribués par un intérêt annuel de 6 %. Les capitaux disponibles servirent à dégager les éléments du domaine naguère hypothéqués, puis à affranchir le Trésor du crédit fourni par les États de Basse-Autriche. De 1710 à 1715, la Banque connut un véritable essor en dépit de la poursuite de la guerre de Succession d'Espagne[14]. Elle affranchit le Trésor de la tutelle de la banque juive.

En fait, la Banque de la Ville de Vienne demeura l'organe essentiel du crédit et permit à la monarchie d'emprunter à des conditions honnêtes au cours de la première moitié du XVIII^e^ siècle, échappant par là aux griffes des traitants comme les Joannelli, fermiers des mines de cuivre de Haute-Hongrie[15]. Le prestige de la banque était tel que l'abbé Terray, contrôleur général des finances de Louis XV de 1770 et 1774, se fit communiquer un mémoire sur ce sujet par les bureaux des affaires étrangères[16].

C. L'action de la Banque de la Ville de Vienne

Comme son frère Joseph I^er^, qui régna de 1705 à 1711, son successeur Charles VI (1711-1740) eut largement recours au crédit. Le Trésor devait 52 millions de florins en 1714, mais 70 millions en 1718, sans compter les dettes contractées par les autorités de Bruxelles et de Milan. La pléthore d'emprunts domestiques, contractés en particulier auprès de banquiers juifs, et les 16 emprunts intérieurs contractés entre 1732 et 1739 qui, garantis par les contributions, diminuaient sérieusement les ressources disponibles pour l'armée, expliquent pourquoi le crédit public était aussi limité en 1740[17].

14. Franz Freiherr von Mensi, *Die Finanzen Östererreichs 1701 bis 1740*, Vienne, 1890.
15. Jean Bérenger, « Public Loans and Austrian Policy in the Second Half of the Seventeenth Century », *Journal of European Economic History*, vol. 2, n° 3, 1973, p. 657-670.
16. Ar. MAE, Mémoires et documents, Autriche, t. 3, f° 120-132. Ce mémoire anonyme a été rédigé en 1716 alors que le comte du Luc était ambassadeur de France à Vienne.
17. F. von Mensi, *Die Finanzen Österreichs…*, *op. cit.*, appendice 18.

Il est vrai que les revenus de la Couronne n'étaient pas seulement absorbés par le service de la dette, mais également par le paiement des traitements des fonctionnaires locaux. Quoi qu'il en soit, les revenus « caméraux », c'est-à-dire appartenant au *Hofkammer* (Trésor), qui avaient été cédés à la Banque de la Ville de Vienne, avaient triplé en un quart de siècle. D'un montant d'un million et demi de florins en 1716, ils étaient passés à 4,5 millions de florins en 1740, ce qui réduisait fortement le niveau de ce qui restait au monarque, au grand déplaisir de Marie-Thérèse. La Banque avait certes remboursé quelques emprunts entre 1732 et 1739, mais elle fit l'objet d'âpres critiques de la part de Wenzel Anton von Kaunitz-Rietberg (1711-1794), chancelier de 1753 à 1792. Les revenus des caisses centrales du Trésor, qui avaient atteint 22 millions de florins à l'avènement de l'impératrice Marie-Thérèse en 1740, demeurèrent sur ce palier durant 20 ans.

Les finances de la guerre de Succession d'Autriche (1740-1748) sont particulièrement difficiles à élucider, parce que le gouvernement n'a pas laissé de documentation méthodique sur les dépenses et les revenus. L'*Universalb-Bancalität,* établie en 1714 pour rivaliser avec la Banque de la Ville de Vienne, mais réduite à des fonctions purement comptables et gestionnaires dès 1721-1723, se révéla incapable de produire un état et fut supprimée en 1745. Le tout-puissant mais éphémère banquier et financier Franz von Wiesenhütten s'y risqua vers le milieu des années 1740, et échoua. Le Trésor n'essaya même pas. Cela faisait partie d'un manque général de documentation statistique concernant aussi bien la population que le commerce extérieur ou les structures sociales.

La conduite de la guerre dans les terres héréditaires des Habsbourg (provinces autrichiennes et Bohême) n'aurait coûté que 13 millions de florins par an de 1741 à 1744. Pourtant, la perte de la Silésie puis celle de la Bohême en 1741-1742 réduisirent notablement le produit des contributions, dont le montant fut pratiquement divisé par deux. En effet, elles tombèrent de 11 millions de florins en 1740 à 5,24 millions en 1741 et à 5,45 millions en 1742. En 1743, avec la reconquête de la Bohême, elles remontèrent à 8,8 millions de florins et, de 1744 à 1748, à plus de 9 millions de florins. Des impôts supplémentaires et des emprunts forcés portèrent à 22 millions le niveau annuel des ressources de l'armée – en 1747, on atteignit le chiffre record de 28,9 millions de florins. Lorsqu'en 1749 le chancelier de Bohême observa que les « finances étaient ruinées », ce furent les subsides anglais et néerlandais qui jouèrent un rôle important, comme l'a montré la littérature historique.

Ces subsides auraient représenté 21 % du budget militaire de la monarchie avec 30 millions de florins (29 980 000, précisément) sur un total de

144,5 millions de florins de recettes. Une somme de 17,25 millions de florins avait été ainsi versée entre 1745 et 1748, lorsque les hostilités se déplacèrent vers les Pays-Bas autrichiens, après la pacification de l'Allemagne. Celle-ci fut obtenue grâce à l'arrêt des hostilités avec la Bavière et avec la Prusse, mais la guerre se poursuivit hors de l'espace germanique et obligea Marie-Thérèse à envoyer des fonds importants en Italie et aux Pays-Bas, au détriment des pays héréditaires.

Finalement, le crédit ne fut pas une importante source de financement de la guerre de Succession d'Autriche, en raison du recours à l'aide financière de la Grande-Bretagne, qui permit de surmonter les énormes difficultés auxquelles la monarchie fut confrontée avant 1745[18]. Les emprunts à l'étranger étaient en effet peu nombreux et le crédit de la Banque de la Ville de Vienne était épuisé. À la signature de la paix, la monarchie était pour cette raison peu endettée : les emprunts remboursables ne représentaient qu'un passif de 124 millions de florins[19].

La Banque de la Ville de Vienne demeura un important bailleur de fonds durant la période 1749-1780, mais le détail des relations entre les finances de la ville et celles de l'État reste quasiment impénétrable malgré l'existence de deux thèses de doctorat sur le sujet[20]. À la fin de la guerre de Sept Ans, les remboursements avaient réduit la dette de l'État de 7 millions de florins et 4,8 millions furent renégociés à la fin de l'année 1764, en partie sur les revenus de la régie des tabacs cédée à la Ville. En 1782, par la volonté de Joseph II, l'État ne devait plus à cette institution que 3,6 millions de florins.

Les fonds avec lesquels la Ville faisait ses avances venaient en partie de ses revenus, mais ils provenaient principalement des dépôts faits par les particuliers à la Chambre municipale (*Oberkammeramt*). Vienne agissait comme un banquier en collectant les fonds d'un côté et en les prêtant ensuite à l'État. Le strict contrôle exercé par le gouvernement de Basse-Autriche garantissait la fiabilité de la Ville. Vienne disposait de trois sortes de revenus :

– d'abord ses propres revenus (taxes sur les maisons et les métiers, revenus fonciers et octrois), supérieurs à 0,5 million de florins en 1763 ;

– ensuite, des revenus de l'État qui lui avaient été concédés pour assurer le service de la dette ; ils s'élevaient à 11,5 millions de florins et comprenaient

18. P. G. M. Dickson, *Finances and Government…*, *op. cit.*, t. 2, p. 7.
19. *Ibid*., p. 26.
20. Georg Zwanowetz, *Die Finanzgebarung und Finanzverrechnung des Stadt Wien in der ersten Hälfte der Regierung Maria Theresias (1740 bis 1760)*, thèse de doctorat, université d'Innsbruck, 1953 et A. Spring, *Wiens Finanzen in der zweiten Hälfte der Regierung Maria Theresias, 1760-80*, thèse, université de Vienne, 1949 ; P. G. M. Dickson, *Finances and Government…*, *op. cit.*, t. 2, p. 318-329.

en particulier 7 millions de revenus publics et 2,7 millions d'intérêts d'anciens emprunts, réglés par les États de Basse-Autriche ;

– enfin, la Ville émettait des emprunts avec le produit desquels elle faisait des avances à l'État.

À la fin du XVIII^e siècle, la Banque de la Ville de Vienne était le premier créancier de la monarchie. L'inventaire d'État de 1763 donne un aperçu de ses obligations. Ses dettes s'élevaient à 90 millions de florins, qui représentaient une charge annuelle de 4 350 000 florins. Celle-ci était largement couverte par les 8 millions de florins de revenus publics qui lui avaient été concédés et, en complément, la banque émettait des obligations à 5 %. Les créanciers étaient très nombreux et très diversifiés. Ils comprenaient les ordres religieux – à commencer par les jésuites. En 1763, les dépôts remboursables à vue représentaient 56 millions de florins, ce qui montre la solidité de l'institution et la confiance dont elle jouissait tant dans la monarchie que sur les places étrangères, les Pays-Bas et l'Italie se taillant néanmoins la part du lion[21].

III. L'APPEL AU CRÉDIT EXTÉRIEUR, 1740-1765

Avant 1700, les emprunts à l'étranger n'étaient pas très importants. Ils ne dépassaient guère les 3 millions de florins pour la période 1685-1700 et ils étaient moins élevés que les subsides versés directement à l'Empereur par les Provinces-Unies, l'Espagne ou le Saint-Siège. À cette époque, le crédit provenait essentiellement de la banque Oppenheimer et des pays héréditaires.

A. Le début de l'endettement extérieur : les Hollandais

Le Trésor, qui fit résolument appel au crédit intérieur, ne souscrivit que deux emprunts importants sur les marchés financiers extérieurs. Il s'adressa à des banquiers génois et hollandais, ce qui représentait au maximum 4,5 millions de florins en 15 ans, alors que la dette publique s'était accrue de 22 millions de florins dans le même temps. Le crédit intérieur fournit ainsi 80 % des sommes empruntées. Les créanciers étrangers étaient des hommes d'affaires qui conclurent des contrats avec le Trésor indépendamment des traités de subsides que leurs gouvernements avaient passés avec l'Empereur. Il est bien évident que le Trésor cherchait de l'aide dans des pays plus ou moins alliés et les deux

21. P. G. M. Dickson, *Finances and Government…*, *op. cit.*, t. 2, p. 318-339.

places où, avant 1700, il avait trouvé le plus facilement du crédit étaient Amsterdam et Gênes, alors que Hambourg se montrait fort réservé.

Le marché hollandais s'ouvrit progressivement. L'aide des capitalistes des Provinces-Unies fut en fait très modérée jusqu'en 1700. À la différence d'autres maisons de banque, les capitalistes d'Amsterdam n'investissaient pas volontiers en fonds d'État. Ce n'est qu'au cours de la guerre de Succession d'Espagne, qu'à l'imitation des hommes d'affaires de Londres, ils en vinrent à accorder des crédits plus importants au Trésor, qui se trouva alors dans leur dépendance. Ils prêtèrent de l'argent sur le mercure d'Idria (625 000 florins hollandais en 1704), et sur le cuivre de Hongrie (1 050 000 florins en 1700, 2 millions en 1703), sans jamais consentir d'avances sur les contributions comme le firent les Anglais à partir de 1706[22].

Cependant, la garantie offerte par les états généraux des Provinces-Unies facilita par la suite la souscription des emprunts. En 1706, un nouveau prêt de 250 000 livres sterling fut garanti une nouvelle fois par les revenus fiscaux de Silésie. L'intérêt offert s'élevait à 8 %, mais les revenus des mines de mercure suffisaient à payer les annuités. Une autre garantie possible était la production de cuivre des mines de Neusohl en Haute-Hongrie, mais la guerre d'Indépendance menée par François II Rákóczi (1703-1711) priva provisoirement la monarchie de cette ressource, lorsque les mines tombèrent aux mains des rebelles.

Au bout du compte, après la fin de la guerre de Succession d'Espagne, Clifford & Co. prit la place de la maison Deutz. La banque commença alors à rembourser en 1724 les emprunts garantis sur les mines de mercure, puis en 1733 ceux garantis sur les mines de cuivre, de sorte que les revenus des mines se trouvèrent absorbés par ces remboursements pendant plusieurs années. De ce fait, en 1740, la Silésie était la province la plus endettée, à hauteur de 14 millions de florins.

B. L'emprunt dans une conjoncture difficile

Le recours aux capitaux étrangers sous Marie-Thérèse s'inscrivit dans une tradition déjà ancienne, qui avait débuté lors de l'alliance de Léopold Ier avec Guillaume III d'Orange par le traité de Ryswick (1797). Par l'article 9 du traité de Berlin de 1742, le vainqueur, Frédéric II de Prusse, prit en charge le service des emprunts anglais (2,1 millions de florins) et hollandais (4,1 millions de

22. F. von Mensi, *Die Finanzen Östererreichs*, *op. cit.*, « Anleihe im Auslande ».

florins) garantis sur les revenus de Silésie qu'il avait absorbés, tandis que Marie-Thérèse continua à garantir les emprunts gagés sur les revenus des Pays-Bas autrichiens. Frédéric II ne se soucia, en fait, de la dette anglaise qu'en janvier 1756, à la veille de signer la convention de Westminster et il ne paya jamais rien aux Hollandais, sous prétexte de péages sur la Meuse. Les autres dettes furent mal ou pas du tout remboursées et lorsqu'elles le furent ce fut avec des retards considérables.

Le modèle d'emprunt des années 1730 fut cependant gravement perturbé dans les années 1740 par la perte de la Silésie et par les campagnes militaires de la guerre de succession d'Autriche en Italie du Nord et aux Pays-Bas. Il n'y eut qu'un emprunt de 450 000 florins à 5 % souscrit à Gènes en 1742. On emprunta 4 millions de florins à 4 % aux Pays-Bas autrichiens, avec une garantie sur les revenus belges. De leur côté, les Provinces-Unies ne prêtèrent pratiquement rien, car les progrès militaires des Français, qui occupèrent les Pays-Bas méridionaux et menacèrent les Provinces-Unies, obligèrent les Hollandais à lever des emprunts pour leur propre défense. Deutz & Co. d'Amsterdam prêta seulement 150 000 florins garantis sur la production de mercure, tandis qu'Hermann Benedetto de Venise prêtait 300 000 florins en 1746, garantis également par la fourniture de mercure. Enfin, le Trésor, déjà bénéficiaire des subsides anglais ne put souscrire des emprunts sur le marché londonien.

Après 1748, Charles de Lorraine et son ministre plénipotentiaire, le comte de Botta-Adorno, cherchèrent à remettre de l'ordre dans les finances des Pays-Bas autrichiens, pour mettre fin au gaspillage et recourir plus systématiquement au crédit belge. En 1752, les États de Brabant souscrivirent un emprunt de 3 333 000 florins, qui était garanti sur les revenus de la Basse-Autriche. En 1754, le Commissariat militaire à Vienne (*Kriegsomissariatamt*) souscrivit un emprunt de 2 millions de florins à 4 % auprès de la banque Osy & Sons de Rotterdam, garanti, lui, sur les revenus de Flandre et amortissable en 20 ans. Les emprunts à répétition, souscrits à partir de 1755 à Bruxelles, épuisèrent le marché. Un emprunt à Amsterdam sur le mercure contracté chez Willem Gideon Deutz ne rapporta que 840 000 florins, soit le tiers de l'émission[23].

En juin 1755, on emprunta encore 277 000 florins à Gênes à 4,5 %. L'ouverture des hostilités stimula, cependant, la recherche du crédit extérieur, en particulier sur les trois marchés rendus disponibles par la nouvelle conjoncture internationale : l'alliance française, la neutralité des Provinces-Unies et l'absence de conflit austro-anglais. Il faut dire que les prêts consentis par les Hollandais étaient garantis sur le cuivre ou le mercure et étaient fort modestes.

23. P. G. M. Dickson, *Finance and Government*, *op. cit.*, t. 2, p. 279-280.

Quant aux emprunts italiens, il est vrai plus importants, ils coûtaient cher. Un emprunt de 4 millions de florins sur les revenus de la Hongrie fut négocié en 1759 à Venise, mais il n'aboutit pas. Une poignée d'emprunts en Allemagne semble avoir été la seule source supplémentaire de crédit.

Les emprunts de la guerre de Sept Ans (1756-1763) totalisèrent 32 millions de florins, ce qui n'a rien de surprenant étant donné que ce conflit coûtait au moins 40 millions de florins par an. Ils avaient l'avantage de procurer de l'argent liquide immédiatement, à la différence des subsides français, et ils ne cessèrent de croître à partir de 1760. Les Pays-Bas autrichiens étaient devenus un important marché de capitaux. Cette constatation est renforcée par le succès des 5 loteries royales de 1756 à 1762, qui recueillirent 13 millions de florins, avec des intérêts compris entre 4 et 7,5 % qui n'étaient guère exorbitants. Pour préserver le marché belge, Kaunitz souhaitait en 1765 qu'au cas où le « bon génie » de la monarchie préserverait la paix jusqu'en 1780, les emprunts souscrits aux Pays-Bas soient remboursés à cette date. En fait, on souscrivit de nouveaux emprunts après avoir remboursé les anciens, en particulier ceux dont l'intérêt portait 4 % ou plus, dans le but de ne plus avoir que des emprunts à 3,5 %[24].

IV. LA CORÉGENCE ET L'ACTION DE JOSEPH II (1765-1790)

En 1765, la dette publique était une réelle source d'inquiétude, car à cette date elle s'élevait à 285 millions de florins, auxquels il fallait ajouter 14,3 millions de rentes viagères et 28 millions de florins de dettes des pays héréditaires.

A. Les tentatives d'assainissement : la corégence de Marie-Thérèse et de Joseph II (1765-1780)

Le gouvernement central était responsable de 33 % de la dette, les deux autres tiers étant répartis sur les différents pays de la monarchie ; l'Autriche prit à sa charge 23 %, la Bohême-Moravie 26 % et la Hongrie Transylvanie 17 % du total. La majeure partie de la fortune personnelle du défunt empereur François avait été consacrée à la liquidation de la dette publique. Pour cette raison, Marie-Thérèse, aidée par Joseph II, essaya de porter remède à ce déséquilibre. On leva alors des emprunts directement, sans l'aide des États, et un accord fut

24. P. G. M. Dickson, *Finance and Government*, *op. cit.*, t. 2, p. 281-282.

passé en 1767 avec les diètes provinciales ; 56 millions de dettes du Trésor et 22 millions d'autres dettes furent ainsi reconnues, et leur amortissement se poursuivit jusqu'en 1848.

Le banquier Jean Joseph Fries (1719-1785), associé à la politique financière de Kaunitz, fut l'un des principaux banquiers viennois du règne de Joseph II[25]. Il appartenait à une famille de patriciens calvinistes de Mulhouse, ville alors rattachée aux cantons suisses, que Johann quitta très jeune pour devenir fournisseur des Impériaux durant la guerre de Succession d'Autriche. En 1748, Kaunitz l'envoya à Londres récupérer les 100 000 livres sterling (soit au cours officiel 900 000 florins rhénans) promises à Marie-Thérèse par son allié anglais, qui n'avaient toujours pas été versées. Fries revint à Vienne à la fin de 1749 avec les 100 000 livres sterling en monnaie d'or. Faute de pouvoir s'établir à Francfort, il fonda des manufactures en Autriche, mais il joua un rôle essentiel à partir de 1756 dans le transfert des fonds secrets versés par la France au Trésor impérial. Seul l'ambassadeur Georg Adam Starhemberg (1724-1807) était au courant. Les fonds étaient remis à Fries et envoyés à Vienne en passant par la Maison Nettine de Bruxelles. Kaunitz avait confié à Jean Fries la gestion d'une caisse secrète, créée à cette occasion. Sa commission ne dépassait pas 0,5 %. Avec un banquier originaire de Francfort, Jean-Jacques Gontard, Fries fonda en 1766 à Vienne la banque Fries & Co. En 1767, il obtint le *quitus* pour la gestion de la caisse secrète, qui avait transféré en 10 ans la somme de 44,7 millions de florins de Paris à Vienne. En d'autres termes, le renversement des alliances avait coûté 110 millions de livres tournois au Trésor français ! En 1771, Fries devint conseiller aulique à Vienne et Joseph II couronna sa carrière en le nommant comte d'Empire en 1783. En face de la Hofburg, sur l'emplacement d'un couvent sécularisé (le *Königinkloster*), Fries fit construire par l'architecte Hohenberg un palais en style néoclassique, devenu depuis le palais Pallavicini.

En tant qu'héritier de l'empereur François, Joseph II avait toute latitude pour agir dans le domaine financier et il profita de l'héritage paternel pour réduire la dette publique[26]. Joseph II avait sûrement raison de considérer la conversion des rentes comme l'événement majeur de la politique financière de la monarchie à l'époque de la corégence. On décida de diminuer de 1 % l'an l'intérêt des emprunts d'État, en l'abaissant de 5 ou 6 % à 4 % l'an. On prit le risque d'offrir

25. Christian Steeb, « Johann Fries (1719-1785). Vom Eiwanderer zum Staatsbankier und Vertreter des Staatskanzlers », *in* Walter Koschatzky (dir.), *Maria Theresia und ihre Zeit, Eine Darstellung der Epoche von 1740-1780 aus Anlaß der 200. Wiederkehr des Todestages der Kaiserin*, Salzbourg-Vienne, 1979, p. 304-323.

26. Derek Beales, *Joseph II*, Cambridge, Cambridge University Press, 1987-2009, p. 161-164.

aux créanciers le remboursement de leur capital s'ils n'acceptaient pas la réduction du taux d'intérêt. Ce plan connut un succès considérable. Il n'y eut que 14,4 millions de florins qui furent remboursés aux créanciers et l'opération de conversion ne coûta à la Banque que 8,2 millions de florins. Le Trésor épargna en moyenne 870 000 florins par an et surtout l'économie en profita ; le prix de la terre augmenta, puisque le revenu moyen annuel des capitaux investis dans la terre égalait désormais le revenu de la rente. La monarchie était désormais sûre d'obtenir des prêts abondants à un taux raisonnable. L'opération avait été rendue possible par le cadeau que Joseph II avait fait au Trésor public. Critiquée comme le gaspillage de l'héritage paternel, elle contribua à l'assainissement des finances publiques – démontrant ainsi le dévouement de Joseph II aux intérêts de l'État.

B. Le sort des emprunts extérieurs

Le système des emprunts souscrits à l'étranger depuis 1756 était considéré par Vienne comme une preuve des bienfaits de la bonne coordination entre les différentes provinces de la monarchie, dont les revenus avaient servi de gage à ses engagements. Les emprunts étaient remboursables en 10-12 ans, à l'exception de ceux souscrits pendant la guerre de Succession de Bavière qui n'étaient amortissables qu'en 22 ans. Le service de la dette était assuré par la vente des produits miniers dont le banquier Fries était responsable. Les emprunts d'État émis par Vienne étaient, semble-t-il, plutôt mal vus aux Pays-Bas autrichiens étant donné que les sommes prêtées avaient excédé de 16,3 millions de florins les remboursements pour la période 1752-1763. En 1764, il fut décidé que la dette autrichienne, qui s'élevait à 19 millions de florins rhénans, serait divisée en deux parts. Tandis que 75 % de la dette devaient être amortis – la plus grande partie – en 32 ans, à raison de 981 000 florins par an, le service du reste – soit 25 % du total – devait continuer à être payé normalement. Cette solution surchargeait le budget des Pays-Bas de 1,5 million de florins et mécontenta les sujets belges, car ils avaient déjà payé 11,5 millions de florins de « dons gratuits » à la Maison d'Autriche durant la guerre de Sept Ans. Les sommes alors placées à la disposition des finances allemandes atteignaient 60 millions de florins. Cette ponction fut, il est vrai, en partie compensée par la vente de produits agricoles.

Entre 1764 et 1780, la monarchie recourut largement à des emprunts à moyen terme souscrits aux Pays-Bas autrichiens et en Italie. Le total s'éleva à 76 millions de florins, dont 35 % provenaient des provinces belges, 30 % des Provinces-Unies et 30 % d'Italie. On empruntait en moyenne 6 millions par an

entre 1765 et 1768, puis en 1771-1772, et beaucoup moins en 1769-1770, ainsi qu'après 1772 jusqu'à la guerre de Succession de Bavière (1778-1779). On fit alors appel au crédit au moins autant que pendant la guerre de Sept Ans. Ces difficultés financières, accrues par le peu d'empressement des banquiers belges à prêter largement au Trésor, encouragèrent la conclusion d'un compromis avec la Prusse lors des négociations de Teschen en mai 1779[27].

Malgré les réticences de Joseph II, le recours aux marchés financiers de Gênes et des Pays-Bas continua après 1780 parce que l'Empereur s'adressait plus volontiers aux banquiers belges ou milanais qu'aux banquiers hollandais. Au cours de cette période, le marché anglais des capitaux fut ignoré et ne reprit de l'importance qu'après 1790. La Suisse, qui commençait à prêter de l'argent au gouvernement français en 1765-1766, fut également ignorée. En fait, de 1763 à 1780, la Cour de Vienne plaçait ses emprunts à Gênes et à Amsterdam, aux Pays-Bas autrichiens et en Lombardie. En 1782, elle décida de souscrire un emprunt à Bruxelles et à Milan, sans recourir à Gênes ou à la Hollande. Elle emprunta ainsi au total 11,8 millions de florins aux Pays-Bas et souscrivit pour 5,7 millions de florins de dettes auprès de Gênes. La monarchie emprunta tout de même 22,6 millions de florins à Amsterdam entre 1784 et 1792. Les provocations guerrières n'étaient donc pas incompatibles avec les affaires financières aux Pays-Bas comme aux Provinces-Unies. Cependant, au cours de l'année 1789, son crédit s'effondra aux Pays-Bas, victime de l'instabilité générale qui s'installa sur les marchés européens en cette année de révolution[28].

C. L'action des banquiers

Une nouvelle source de crédit avait entre-temps été trouvée à Francfort chez les frères Bethmann, surtout actifs après 1780, qui étaient les agents des Habsbourg en Allemagne, et auxquels le Trésor autrichien emprunta 6 millions de florins sous Joseph II et 7,7 millions sous Léopold II. Johann Philipp Bethmann, qui avait hérité d'une modeste maison de commerce, étendit en effet ses activités à la banque. Il négocia 17 emprunts pour 2 millions de florins aux princes allemands et commença à faire des affaires avec Vienne en 1779. Il constitua ainsi l'une des plus grosses fortunes de Francfort et son fils Simon fut anobli en 1808.

27. P. G. M. Dickson, *Finances and Government…*, *op. cit.*, t. 2, p. 288-289, 292-294.
28. *Ibid.*, p. 294-299.

À Amsterdam, le Trésor négociait avec la firme Deutz en déclin, la firme Goll & Co., mais surtout avec Jean Osy & fils, un banquier d'origine gasconne, lié par mariage aux Proli d'Anvers (la maison Osy a survécu jusqu'en 1850). À Milan, Giulio Cesare Busti était le principal agent pour les investisseurs génois, représentés par le marquis Marcello Durazzo. La maison Brentani Cimaroli de Gênes et de Vienne était l'un des piliers des emprunts extérieurs de la monarchie, comme la maison Verbrugge & Goll aux Pays-Bas. Les Brentani étaient au service de la Maison d'Autriche depuis le début du siècle et Domenico Brentani avait ouvert une filiale à Vienne pendant la guerre de Sept Ans. La firme génoise accorda 86 prêts entre 1760 et 1792 pour un total de 108 millions de livres et fit faillite en 1794.

Les banquiers viennois (Aguilar, Fries, Hillebrand, Küner, Palm, Spitz et Wiesenhütten) servaient d'intermédiaires dans la négociation des emprunts extérieurs. Ils étaient rétribués pour placer l'emprunt auprès des particuliers qui voulaient bien investir en fonds d'État et pour assurer le versement des intérêts[29].

On manque de renseignements précis sur l'origine sociale des créanciers de la maison d'Autriche, surtout après 1763. Les vrais prêteurs se cachaient derrière les états provinciaux, l'Église ou la Ville de Vienne. Après 1770, la tendance s'inversa ; quelques magnats empruntèrent à l'État au lieu de lui prêter de l'argent comme dans la période précédente. Fait nouveau : les Lobkowitz ou les Schwarzenberg devinrent les débiteurs du Trésor au lieu d'être ses créanciers comme naguère ; le prince Joseph Schwarzenberg, alors grand chambellan de Marie-Thérèse emprunta ainsi 200 000 florins en 1775. On ignore également quelles personnes investissaient en fonds d'État dans les Pays-Bas autrichiens[30].

Comme toutes les grandes puissances du XVIII^e^ siècle, sur le plan financier, la monarchie supportait mal le choc d'une guerre. Si, en 1785, le budget autrichien révélait un excédent de 3 millions de florins, la guerre austro-turque de la fin du règne de Joseph II fut financée par un recours massif à l'emprunt, car, en 1790, les dépenses militaires représentaient les deux tiers des dépenses totales de l'État. Le gonflement brutal de la dette publique mit la monarchie en fâcheuse posture en 1792, lorsqu'il fallut commencer la guerre avec la France révolutionnaire. Joseph II, si préoccupé par la question de la dette publique, n'en laissa pas moins derrière lui une dette de 500 millions de florins en 1790. L'innovation la plus dangereuse à moyen terme fut peut-être l'émission de papier-monnaie. Cette initiative de Marie-Thérèse fut reprise par Joseph II en 1785 : elle permit

29. P. G. M. Dickson, *Finances and Government…*, *op. cit.*, t. 2, p. 297-299, 337-338.
30. *Ibid.*, p. 300-399.

à son successeur François II de financer en partie les guerres révolutionnaires, mais elle conduisit l'Empire d'Autriche à la banqueroute de 1811.

Conclusion

Quatre conclusions paraissent s'imposer :

– le Trésor ne fit que modérément appel au crédit jusqu'en 1700 : 22 millions pour une guerre de 15 ans, avec un second front durant 7 ans, ce n'est pas considérable. Étant donné la faible part prise par les banquiers jusqu'en 1699, ce furent essentiellement les bénéfices tirés de la production agricole qui fournirent cet argent, même en tenant compte du rôle des capitalistes associés au Trésor et des profits de certains généraux réinvestis en fonds d'État ;

– le Trésor a su « moduler » le financement de l'impasse budgétaire, ce qui montre qu'en dépit de toutes les critiques, elle n'était pas si mal gérée. De ce fait, jamais, après 1680, la politique autrichienne ne se retrouva dans l'étroite dépendance d'une quelconque puissance. Lorsqu'en 1690 l'aide du Saint-Siège a cessé, les ressources propres de la monarchie lui ont permis de faire face à l'essentiel de ses obligations. L'économie en expansion a permis à la Chambre d'accroître la pression fiscale, tout en faisant appel au crédit intérieur, puis au XVIII^e siècle au crédit extérieur. De toute façon, la disparition du péril ottoman après la paix de Karlowitz rendit la gestion des finances moins dramatique, même si les ambitions de Frédéric II mirent à plusieurs reprises la cour de Vienne en difficulté ;

– dans la seconde moitié du XVIII^e siècle, la monarchie fit moins appel au crédit que la France ou la Grande-Bretagne, et l'endettement maîtrisé lui permit de garder des finances saines jusqu'aux guerres de la Révolution. Elle a en particulier habilement utilisé le crédit que lui fournissaient les Pays-Bas autrichiens ;

– la reprise de la guerre avec l'Empire ottoman en 1788 a compromis les efforts du règne de Joseph II et placé les finances de la monarchie dans une situation délicate à la veille des guerres de la Révolution.

Toutefois, durant toute la période, le déclenchement d'une guerre obligeait la monarchie à faire appel au crédit et le phénomène devint de plus en plus dangereux à partir de la fin du règne de Marie-Thérèse. Le souci d'une gestion financière raisonnable était une préoccupation de Joseph II, qui ne résista pas cependant aux aventures extérieures. Mais il pensait, comme beaucoup d'autres responsables avant lui, que des réformes de l'appareil administratif et une meilleure gestion des finances publiques fourniraient une solution durable au problème de l'impasse budgétaire.

LA RESTRUCTURATION DE LA DETTE DE L'ÉTAT EN GRANDE-BRETAGNE (1693-1799)

Anne L. MURPHY

Introduction

Les spécialistes des finances publiques du XVIII[e] siècle considèrent la bulle de la Compagnie de la mer du Sud (*South Sea Company*) de 1720 comme la plus grande crise économique de l'époque. L'image d'un pays rendu fou par les excès de la spéculation – comme l'illustre la gravure de Hogarth *The South Sea Scheme* – séduit à la fois les spécialistes, pour qui « l'exubérance irrationnelle » est une caractéristique des crises financières, et ceux qui cherchent à établir que les bulles résultent de l'anticipation rationnelle de futurs gains[1]. Dans la représentation qu'en fait Hogarth, le monument commémoratif du grand incendie de 1666 devient le symbole de la destruction de la City par la Compagnie de la mer du Sud. Dans la cacophonie des images allégoriques de la gravure, on entrevoit le Commerce endormi pendant que la Fortune est mise en pièces par le Diable, l'Honnêteté soumise au supplice de la roue par l'Intérêt personnel et l'Honneur fouetté par l'Infamie[2]. Le message est clair : la crise provoquée par le montage financier de la Compagnie de la mer du Sud a conduit à la décadence morale de la société et a sapé les fondements de l'économie. Ces images se sont révélées particulièrement vivaces face à toute tentative de changement de la perception des événements liés à la *South Sea Bubble*.

---

1. Cette expression a été utilisée pour la première fois par Robert J. Schiller dans son ouvrage *L'exubérance irrationnelle* (*Irrational Exuberance*, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2000, traduit en français chez Valor édition). Parmi les ouvrages sur la « bulle des mers du Sud », on peut citer : John Carswell, *The South Sea Bubble*, Londres, Cresset Press, 1960 ; Richard Dale, *The First Crash: Lessons from the South Sea Bubble*, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2016 ; Peter G. M. Dickson, *The Financial Revolution in England: A study in the development of public credit*, Londres, Ashgate, 1967 ; Peter Garber, *Famous First Bubbles: The fundamentals of early manias,* Cambridge-Londres, MIT Press, 2001 ; Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism: International capital markets in the age of reason*, Cambridge, Cambridge University Press, 1990 ; Helen J. Paul, *The South Sea Bubble: An economic history of its origins and consequences*, Londres & New York, Routledge, 2011.

2. William Hogarth, *The South Sea Scheme*, Londres, 1721, www.britishmuseum.org/research/collection_online/collection_object_details.aspx?objectId=1417125&partId=1&people=120911&peoA=120911-2-60&page=1.

Pourtant, bien que la « crise » née de l'éclatement de la bulle ait affecté durablement l'inconscient national, l'impact économique réel du montage financier ne fut pas majeur. Julian Hoppit a montré qu'il n'y eut pas d'augmentation notable des faillites dans le sillage de l'éclatement de la bulle et que les conséquences négatives restèrent circonscrites à Londres et à ses environs immédiats[3]. Le montage financier lui-même ne fut pas non plus un échec total. Comme exposé ci-après, l'objectif fut atteint. La restructuration de la dette de l'État, dont le besoin se faisait largement sentir, fut facilitée. Le présent article démontrera que les crises qui se sont succédé au cours du XVIII[e] siècle ont conduit à la modification lente – mais certaine – de la nature, de la structure et du mode de gestion de la dette publique britannique. L'analyse portera tout d'abord sur les années 1696-1697, 1710-1711, 1720, 1748-1749, 1780 et 1793 à 1799[4]. Elle démontrera que ces périodes représentent des étapes clés de l'évolution de la gestion des finances publiques britanniques. Elle révélera que si les réponses à la crise furent initialement formulées sous la pression des détenteurs de créances publiques qui exigeaient la garantie de la fiabilité des promesses gouvernementales en matière financière, en fin de compte c'est l'État qui afficha spontanément une volonté puissante de prouver son intégrité.

I. NAISSANCE DE LA DETTE PUBLIQUE

Au début des années 1690, l'État britannique fut contraint de recourir à la dette publique sur le long terme. La Glorieuse Révolution de 1688 avait porté sur le trône d'Angleterre le Stathouder des Provinces-Unies, Guillaume III d'Orange, dont l'un des premiers actes avait été d'engager son nouveau royaume dans une guerre contre le roi de France, Louis XIV. Ne disposant d'aucun mécanisme pour emprunter de fortes sommes, le gouvernement de Guillaume commença par emprunter à court terme auprès de riches personnages. Toutefois, à partir de 1692, la poursuite de la guerre nécessitant de plus en plus de moyens et menaçant d'assécher les ressources déjà limitées de l'économie, il lui fut impossible de continuer à utiliser ce mode de financement. La fiabilité des créances

3. Julian Hoppit, « Financial Crises in Eighteenth-Century England », *Economic History Review*, vol. 39, 1986, p. 39-58.

4. Autres analyses des crises économiques et financières au cours du XVIII[e] siècle : Thomas Southcliffe Ashton, *Economic Fluctuations in England, 1700-1800*, Oxford, Clarendon Press, 1959 ; J. Hoppit, « Financial Crises… », art. cit. ; Charles P. Kindleberger & Z. Aliber, *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Londres, Wiley, 1978 ; Philip Mirowski, « The Rise (and Retreat) of a Market: English Joint Stock Shares in the Eighteenth Century », *Journal of Economic History*, vol. 41, 1981, p. 559-577.

de l'État était au plus bas, dans la mesure où les titres existants subissaient une décote importante à la revente sur le marché secondaire et séduisaient de moins en moins d'investisseurs[5]. L'État se tourna alors vers d'autres solutions pour lever des fonds qui lui permirent de toucher un plus grand nombre de créanciers et d'emprunter à plus long terme. Plusieurs mécanismes innovants, dont le détail figure au tableau 1 ci-dessous, furent mis en place.

Tableau 1

Emprunts d'État à long terme, 1693-1698

Date du décret royal autorisant l'emprunt	*Montant emprunté (livres sterling)*	*Taux d'intérêt (%)*	*Propriétés de l'emprunt*
Janvier 1693	108 100	10 jusqu'au milieu de l'été 1700, puis 7	Tontine
Janvier 1693	773 394	14	Rente viagère sur une tête
Février 1694	118 506	14	Rente viagère sur une tête
Mars 1694	1 000 000	14	Loterie nationale « Million Adventure »
Avril 1694	1 200 000	8	Les souscripteurs de cet emprunt furent ensuite réunis pour former la Banque d'Angleterre
Avril 1694	300 000	10, 12 et 14	Rente sur une, deux et trois têtes
Avril 1697	1 400 000	6,3	Loterie nationale « Malt » : cette loterie fut un échec et l'État transforma les billets en monnaie
Juillet 1698	2 000 000	8	Les souscripteurs de cet emprunt furent ensuite réunis pour former la nouvelle Compagnie des Indes orientales
	6 900 000		

Source : Peter G. M. Dickson, *The Financial Revolution in England: A study in the development of public credit*, Londres, Ashgate, 1967, p. 47-49.

Ces mécanismes n'aboutirent pas à la levée de montants importants au cours de la guerre de la ligue d'Augsbourg. Les dépenses totales de l'État atteignirent 72 millions de livres sterling entre 1688 et 1702, alors que ces nouveaux instruments d'emprunt à long terme ne rapportèrent qu'un peu moins de 7 millions[6].

5. Anne L. Murphy, *The Origins of English Financial Markets: Investment and speculation before the South Sea Bubble*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, p. 39-43.
6. P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution…*, *op. cit.*, p. 47-49.

Toutefois, la mise en place de nouveaux mécanismes d'emprunt devait avoir, sur le long terme, des conséquences importantes sur la stabilité financière de l'État britannique. La possibilité d'utiliser l'épargne d'une grande partie de la population élargit l'éventail des fonds disponibles pour l'investissement. Il s'agissait principalement de fonds non productifs : épargne des veuves, célibataires, orphelins, des membres du clergé, des avocats et médecins, des employés de maison, des œuvres de charité et des Églises. Ces fonds représentaient une base stable pour la constitution d'une dette publique et, comme le remarque James MacDonald, la dispersion de la dette auprès d'un large public imposait à l'État de mieux garantir la crédibilité de ses engagements financiers[7]. En fin de compte, la stabilité financière devait devenir une priorité stratégique pour assurer le succès des projets géopolitiques. En effet, l'ensemble des commentateurs de l'époque reconnut que « tout l'art de la guerre réside en quelque sorte dans son financement […] le prince qui a le plus de chances de succès et de conquêtes n'est pas celui qui dispose des hommes les plus valeureux, mais celui qui parvient le mieux à trouver de l'argent pour nourrir, vêtir et payer son armée[8] ».

II. PREMIÈRES CRISES

Des crises survinrent toutefois régulièrement au cours des premières années d'existence de la dette publique. Dès 1696, les nouveaux fonds consacrés à son financement étaient déficitaires, les créanciers publics ne croyaient plus dans les promesses de l'État et le pays était au bord de la faillite. D'autres crises eurent lieu en 1701, 1710-1711, 1715, 1720 et 1745[9]. Mais à part la bulle de la Compagnie de la mer du Sud, aucune de ces crises n'était due à une exubérance irrationnelle. Les crises de 1715 et 1745 furent consécutives aux guerres jacobites. Elles furent courtes et entièrement dues à la crainte qu'un changement de régime ne conduise à un défaut. D'autres crises furent causées par l'insuffisance des fonds consacrés au service de la dette. Elles étaient également liées au manque de confiance des créanciers dans la capacité de l'État à honorer ses dettes ; elles mettent en question l'une des explications les plus courantes du développement de la stabilité financière et économique de la Grande-Bretagne.

---

7. James MacDonald, « The importance of not defaulting: The significance of the election of 1710 », *in* D'Maris Coffman, Adrian Leonard, Larry Neal (dir.), *Questioning Credible Commitment: Perspectives on the rise of financial capitalism*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013, p. 135.
8. Charles Davenant, *An Essay Upon Ways and Means of Supplying the War,* Londres, 1695, p. 26-27.
9. J. Hoppit, « Financial Crises… », art. cit., p. 48.

Dans un article maintes fois cité, Douglass North et Barry Weingast affirment que la Glorieuse Révolution de 1688 représente une étape clé dans les relations de l'État britannique avec ses créanciers[10]. Leurs arguments reposent sur les accords ayant mis fin à la Révolution, aux termes desquels le contrôle des finances publiques fut confié à un Parlement responsable devant un électorat, bien que cet électorat soit restreint et non représentatif. Le Parlement prit également la précaution d'allouer spécifiquement certaines recettes fiscales de l'État au paiement des intérêts des emprunts à long terme qui s'accumulaient. Les auteurs considèrent que cette décision a contribué tout particulièrement au renforcement de la crédibilité des engagements de l'État en matière de remboursement[11]. Cependant, North et Weingast ont été critiqués par de nombreux experts qui ont démontré que l'accord financier consécutif à la Glorieuse Révolution faisait partie d'un processus beaucoup plus long, qui avait en réalité commencé par les changements imposés par le financement des guerres civiles anglaises (1642-1651)[12]. De plus, North et Weingast ont omis de reconnaître que, bien que l'accord conclu à l'issue de la Glorieuse Révolution ait confié le contrôle des finances publiques au Parlement, il ne lui donnait pas les moyens de se doter d'une expertise suffisante pour garantir l'efficacité de sa gestion financière[13]. Il a également été démontré que les effets positifs de la prise de contrôle du Parlement sur les finances publiques ont été bien plus longs à se faire sentir qu'ils ne le suggéraient. Ce n'est qu'au milieu du XVIII^e^ siècle que les taux d'intérêt de la dette publique de la Grande-Bretagne sont devenus inférieurs à ceux de ses rivaux européens[14].

---

10. Douglass North et Barry R. Weingast, « Constitutions and commitment: The evolution of institutions governing public choice in seventeenth-century England », *Journal of Economic History,* vol. 49, 1989, p. 803-832.

11. D. North et B. R. Weingast, *Constitutions and Commitment…, op. cit.* ; John Brewer, *The Sinews of Power: War, money and the English State 1688-1783*, Londres, Unwin Hyman, 1989 ; P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution…, op. cit.*

12. Michael J. Braddick, *State formation in early modern England c. 1550-1700*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000 ; Gregory Clark, « The political foundations of modern economic growth, 1540-1800 », *Journal of Interdisciplinary History*, vol. 25, 1996, p. 563-588 ; Henry Roseveare, *The financial revolution, 1660-1760*, Harlow, Longman, 1991 ; Patrick O'Brien, « The nature and historical evolution of an exceptional fiscal state and its possible significance for the precocious commercialization and industrialization of the British economy from Cromwell to Nelson », *Economic History Review*, vol. 64, 2011, p. 408-446.

13. A. Murphy, « Demanding credible commitment: Public reactions to the failures of the early financial revolution », *Economic History Review*, vol. 66, 2013, p. 178-197. Voir également J. Hoppit, « Compulsion, Compensation and Property Rights in Britain, 1688-1833 », *Past and Present*, vol. 210, 2011, p. 93-128.

14. Nathan Sussman et Yishai Yafeh, « Institutional reforms, financial development and sovereign debt: Britain, 1690-1790 », *Journal of Economic History*, vol. 66, 2006, p. 906-935.

La crise de 1696-1797 offre un bon exemple du problème auquel le Parlement se vit confronté. Les emprunts à long terme souscrits au milieu des années 1690 étaient très coûteux et difficiles à assumer. Ils résultaient de l'action d'individus extérieurs au gouvernement qui faisaient passer leur propre profit avant la crédibilité des engagements de l'État et qui, par conséquent, avaient tendance à promettre beaucoup et offrir peu[15]. De plus, comme le montre le tableau 1, un État désespérément à la recherche de fonds se voyait contraint d'offrir des taux d'intérêt élevés pour attirer de nouveaux investisseurs, ce qui augmentait les coûts. Cet ensemble de facteurs eut pour conséquence l'insuffisance des recettes fiscales censées couvrir les intérêts et les dividendes relatifs aux nouveaux emprunts. Ce manque de moyens fut encore aggravé par la réticence du gouvernement à lever de nouveaux impôts, sauf sur des durées très courtes. Dès 1696 et 1697, le déficit des recettes fiscales allouées au service de la nouvelle dette publique atteignait environ 5 millions de livres sterling[16]. Le Parlement ne pouvait plus faire face à ses obligations financières.

Cette situation financière périlleuse fut encore exacerbée par un problème économique préexistant : l'état catastrophique des pièces de monnaie dont la plupart étaient endommagées et étaient loin de peser le poids correspondant à leur valeur faciale. Bien que la valeur symbolique de ces pièces ait été reconnue avant la guerre, la fabrication de lingots pour financer l'effort de guerre à l'étranger provoqua une perte de confiance du public dans les pièces restantes. En 1696, il fut décidé de rappeler et de refrapper toute la monnaie. Cette opération était nécessaire, mais fut très déstabilisante. La situation militaire devenant de plus en plus incertaine, en 1696 et 1697 il apparut clairement que la faillite et la défaite étaient inévitables[17].

Une tentative d'assouplissement de la charge financière par la création d'une entité concurrente face à la Banque d'Angleterre nouvellement créée n'eut pas plus de succès. La Land Bank, qui bénéficiait du soutien général des représentants de toutes les tendances politiques, devait recueillir 2,5 millions de livres sterling en espèces. Mais le moment était mal choisi. La dépression économique et le renouvellement des pièces avaient considérablement réduit la quantité de monnaie en circulation, et la décision mal avisée d'interdire à quiconque ayant un lien avec la Banque d'Angleterre d'investir dans la Land Bank réduisit d'autant le volume des fonds disponibles. En fin de compte, la Land Bank ne put réunir que 7 000 livres sterling de souscriptions et seul un quart de ce

15. A. Murphy, *The Origins of English Financial Markets…, op. cit.*
16. P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution…*, *op. cit.*, p. 344-349.
17. A. Murphy, *The Origins of English Financial Markets…, op. cit.*, p. 55-56.

montant fut effectivement versé[18]. Lorsque la Land Bank fit défaut, le Parlement demanda à la Banque d'Angleterre de se substituer à elle pour mettre à disposition les fonds promis, et d'y ajouter le financement d'une série d'échéances (ou d'emprunts à court terme). La Banque d'Angleterre refusa de prêter les 2,5 millions de livres sterling, arguant du fait que l'État n'avait pas été en mesure, jusque-là, d'honorer ses dettes existantes. En ce qui concerne le financement des échéances, toutefois, la banque fut plus conciliante et accepta une opération qui fut, pour l'essentiel, un échange de créances contre des actifs[19]. Cependant, les soucis financiers de l'État ne prirent fin qu'avec la fragile déclaration de paix signée avec la France en septembre 1697. Si la guerre avait continué, les premières expériences de la Grande-Bretagne en matière d'endettement à long terme se seraient certainement soldées par un échec. Contrairement à ce que suggèrent North et Weingast, le fait de confier au Parlement le contrôle du système financier n'apporta rien de plus en termes de crédibilité. En réalité, le Parlement eut autant de mal à gérer le dossier complexe des finances publiques que les monarques de la dynastie des Stuart qui l'avaient précédé.

Les analyses historiographiques du règlement de la crise financière qui suivit la Glorieuse Révolution omettent souvent de reconnaître que ce sont les problèmes survenus en 1696 et 1697 qui sont à l'origine d'une nouvelle approche de la gestion de la structure de la dette : l'échange de créances contre des actifs. Ce montage continua à être utilisé et s'affina peu à peu pendant la première partie du XVIII[e] siècle. En 1705, par exemple, le capital de la Banque d'Angleterre fut multiplié par deux et porté à 4,4 millions de livres sterling afin de refinancer, par échange de créances contre des actifs, un total de 99 ans d'échéances correspondant au financement de la guerre de la ligue d'Augsbourg et de la guerre de succession d'Espagne (1701-1714)[20]. Comme nous le verrons, la plus ambitieuse de ces opérations fut le montage financier de la Compagnie de la mer du Sud, organisé en 1720. L'échange de créances contre des actifs fut un instrument essentiel des débuts du financement de la dette de l'État parce qu'il permettait de rationaliser des emprunts très onéreux, indispensables au financement des temps de guerre. Ces opérations consistèrent essentiellement à échanger des créances à taux élevés détenues par de nombreux prêteurs contre des créances moins chères contrôlées par une seule institution : soit la Banque

18. A. Murphy, *The Origins of English Financial Markets…*, *op. cit.*, p. 57. Voir aussi Dennis Rubini, « Politics and the battle for the banks, 1688-1697 », *English Historical Review*, vol. 85, 1970, p. 693-714.

19. A. Murphy, *The Origins of English Financial Markets…*, *op. cit.*, p. 64.

20. Ann M. Carlos, Erin K. Fletcher, Larry Neal, Kirsten Wandschneider, « Financing and refinancing the War of the Spanish Succession, and then refinancing the South Sea Company », *in* D'M. Coffman, A. Leonard, L. Neal (dir.), *Questioning Credible Commitment: op. cit.*, p. 152.

d'Angleterre, soit, par la suite, la Compagnie de la mer du Sud. Les créanciers y trouvèrent un avantage, puisqu'ils furent en mesure d'échanger des créances dont les intérêts n'étaient pas couverts ou pas versés contre des actions dont les dividendes étaient versés plus régulièrement et qui offraient des perspectives de plus-value en cas de hausse des cours. Les institutions, qui ne pouvaient exercer leur activité que sur octroi d'une licence par le Parlement, tirèrent avantage de l'imbrication accrue de leurs liens avec l'État et de la dépendance de celui-ci vis-à-vis de leur gestion financière[21]. Dans ces conditions, leur avenir était assuré, car elles avaient la certitude de dégager des profits sur les activités de gestion financière.

III. CRISE POLITIQUE

Malgré le recours à des expédients pour gérer la dette, le financement de la guerre resta problématique pour l'État britannique. En effet, si la guerre de succession d'Espagne (1701-1714) marqua l'accession de la Grande-Bretagne au statut de grande puissance mondiale, son coût fut toutefois élevé[22]. Avec une moyenne de 7 millions de livres sterling par an, les dépenses de guerre atteignirent un niveau sans précédent, et bien que le système de collecte des impôts ait été amélioré depuis les années 1690, les recettes fiscales allouées au service de la dette ne furent pas suffisantes. Entre 1708 et 1710, les fonds manquèrent pour le paiement de la solde des militaires, qui fut versée avec parfois des mois, voire des années de retard, et la plupart des créances à court terme de l'État furent accompagnées d'une importante prime d'émission[23]. La prime d'émission des emprunts de la marine, notamment, passa de 12 % en 1708 à plus de 25 % en 1710 et plus de 30 % l'année suivante[24]. Le prix des bons du Trésor, qui avaient pourtant acquis la réputation d'être aussi sûrs que des espèces, passa au-dessous de la valeur nominale[25].

Bien que causé par le financement de la guerre, le déclin de la fiabilité de la dette publique fut également dû, pendant la période précédant les années 1710-1711, à une autre source d'inquiétude. À cette époque, ainsi que l'exprime avec éloquence Carl Wennerlind, « l'image de la dette de l'État était influencée par

21. J. Lawrence Broz et Richard Grossman, « Paying for privilege: The political economy of Bank of England charters, 1694-1844 », *Explorations in Economic History*, vol. 41, 2004, p. 48-72.
22. Carl Wennerlind, *Casualties of Credit: The English financial revolution, 1620-1720*, Cambridge, Harvard University Press, 2011, p. 163.
23. P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution…*, *op. cit.*, p. 361-363.
24. *Ibid.*, p. 362.
25. C. Wennerlind, *Casualties of Credit…*, *op. cit.*, p. 166.

l'opinion lointaine d'un public amorphe, sur l'avenir d'une administration publique désincarnée et individualisée[26] ». Cette idée était intimement liée aux tendances politiques puisque, entre sa naissance dans les années 1690 et l'année 1709, la dette publique s'était développée sous l'administration d'un Parlement dominé par les Whigs. Le parti des Whigs était une vague coalition de commerçants, d'hommes d'affaires et de religieux non conformistes généralement bien disposés à l'égard des milieux d'affaires de la City et de l'évolution qui avait eu lieu dans la finance depuis la Glorieuse Révolution. Le parti d'opposition, les Tories, était une alliance de « dignitaires religieux, propriétaires fonciers » considérés comme hostiles à la City. On craignait qu'un gouvernement dirigé par les Tories soit au mieux incompétent sur la gestion financière de l'État et, au pire, fasse défaut sur le paiement de la dette.

Vers 1709, au beau milieu d'une nouvelle guerre interminable et alors que le problème de la dette s'était nettement aggravé, les Whigs commencèrent à perdre le contrôle de la situation politique. La situation fut encore aggravée par la destitution, fin 1709, du docteur Henry Sacheverell (décédé en 1724) qui avait profité de son statut d'homme d'Église pour remettre en question la légitimité du régime mis en place après la Glorieuse Révolution et fustiger les religieux non conformistes du parti des Whigs qui tentaient de contrôler la City[27]. Sacheverell obtint un large soutien dans toutes les strates de la société et des émeutes se produisirent après son arrestation. La relative clémence de sa condamnation sembla confirmer la validité de ses affirmations.

La stabilité de la City fut de nouveau compromise en juin 1710 lorsque la reine Anne chassa du poste de secrétaire d'État le comte de Sunderland, membre des Whigs, pour y placer un Tory[28]. Cette décision inquiéta les milieux de la City. La duchesse de Marlborough en informa la reine en ces mots : « J'ai récemment entendu tous les hommes éminents de la City déclarer, en l'honneur du Grand Argentier […], que s'il devait être remercié, ils n'accepteraient plus de prêter un sou[29] ». Les milieux de la City étaient également très conscients de leur position de force. Ils savaient que le gouvernement dépendait de la Banque d'Angleterre non seulement pour le financement des emprunts à long terme qu'il avait contractés depuis sa création et par la suite, mais également pour le financement des bons du Trésor et l'octroi régulier de prêts à court terme[30]. Ils

26. *Ibid.,* p. 161.
27. B. W. Hill, « The Change of Government and the 'Loss of the City', 1710-1711 », *Economic History Review*, vol. 24, 1971, p. 399.
28. C. Wennerlind, *Casualties of Credit…*, *op. cit.*, p. 167.
29. Citation extraite de B. Hill, « The Change of Government… », art. cit., p. 400.
30. B. Hill, « The Change of Government… », art. cit., p. 400.

cherchèrent donc à s'assurer que rien ne serait entrepris afin de mettre en place un gouvernement Tory. Mais conduits par Gilbert Heathcote, administrateur de la Banque d'Angleterre et éminent commerçant du parti des Whigs, ils présumèrent trop de leur puissance lors de la présentation de leurs exigences à la reine Anne en août de la même année. Celle-ci répondit en destituant le Grand Argentier du Royaume, Sidney Godolphin. Ce dernier était un Tory modéré ouvert à certaines idées des Whigs et sa gestion prudente des finances publiques lui avait attiré la sympathie des milieux de la City. Pour cette raison, les Whigs affirmaient que l'expertise de Godolphin était indispensable.

Un scrutin eut lieu à la fin de 1710. Les résultats parvenant au cours des mois d'octobre et novembre semblèrent indiquer une volonté d'aller vers un gouvernement suivant la ligne dure du parti Tory, qui serait hostile à la City[31]. Le cours des actions de la Banque d'Angleterre et de la Compagnie anglaise des Indes orientales s'orienta à la baisse. Nombreux furent ceux qui commencèrent à considérer que la fiabilité de la dette publique était définitivement perdue[32]. La défaite de l'armée britannique à Brihuega marqua le point décisif de la crise. L'ensemble des parties prit conscience de la nécessité de coopérer. Le nouveau chancelier de l'échiquier, Robert Walpole, commença à prendre des mesures pour reconstituer les finances du pays avec l'aide de la Banque d'Angleterre qui, depuis le départ de Gilbert Heathcote du conseil d'administration, faisait preuve de meilleures dispositions.

Comme nous l'avons vu, les problèmes survenus en 1696-1697 avaient été résolus par l'échange de créances à court terme contre des actions de la Banque d'Angleterre. En 1711, le nouveau gouvernement Tory se tourna non pas vers la Banque d'Angleterre, favorable aux Whigs, mais vers une nouvelle société commerciale de tendance Tory, la Compagnie de la mer du Sud. L'objet de cette société, créée en 1711, était la traite des esclaves, d'une part, et le financement de la dette publique, d'autre part[33]. Sa première action, couronnée de succès, fut l'échange de 9,2 millions de livres sterling de dette publique à taux variable, dont le cours s'était effondré, contre des actions de son capital. En contrepartie de ce geste, le gouvernement s'engagea à servir un intérêt de 6 %, garantissant ainsi une bonne source de revenus à la Compagnie de la mer du Sud. La dimension commerciale de la société ne constituait pas beaucoup plus qu'une activité de façade, mais elle était utile pour inspirer confiance dans le montage.

---

31. J. Macdonald, « The importance of not defaulting… », art. cit., p. 127. Voir aussi David Stasavage, « Partisan politics and public debt: The importance of the "Whig supremacy" for Britain's financial revolution », *European Review of Economic History*, vol. 11, 2007, p. 123-153.
32. B. Hill, « The Change of Government… », art. cit., p. 404.
33. H. J. Paul, *The South Sea Bubble…, op. cit.*

Bien qu'il soit souvent fait état de l'allégeance de la Compagnie de la mer du Sud au parti Tory, l'opposition de la société aux idées des Whigs était largement superficielle. De même, lors de sa création, la Banque d'Angleterre reçut l'assurance que ses relations avec le gouvernement ne seraient pas affectées et que son monopole ne serait pas entamé[34]. L'arrangement se fit donc à l'amiable. Hill considère que la fin des querelles politiques de 1710-1711 et la création de la Compagnie de la mer du Sud entraînèrent « la consécration d'une alliance définitive et satisfaisante entre le gouvernement et les "intérêts financiers" et qu'à compter de cette date, les relations entre le Parlement et la City furent cordiales[35] ». Ce point a son importance. Pour que la dette soit considérée comme fiable, il fallait qu'elle le reste quel que soit le régime politique. L'accord intervenu en 1711 fit disparaître la crainte d'une perte de fiabilité de la dette lors d'un changement de régime et prouva que la révolution financière entreprise dans les années 1690 faisait dorénavant partie intégrante de la gestion des finances publiques.

IV. LA BULLE DE LA COMPAGNIE DE LA MER DU SUD

Kindleberger qualifie la bulle de la Compagnie de la mer du Sud d'escroquerie[36]. À tort. Comme nous l'avons vu, l'échange de créances contre des actifs avait été efficacement utilisé à plusieurs reprises depuis la fin des années 1690. Lorsque la Compagnie de la mer du Sud proposa son montage financier en 1719, elle reprit une stratégie classique dont l'efficacité avait été prouvée. Elle répondait également à une menace politique provenant de France où John Law, « honnête homme » et joueur d'origine écossaise, avait commencé à instaurer un système financier identique à celui de la Grande-Bretagne ; ce système comportait une banque d'émission de monnaie, créée en 1716, dont les actions furent proposées pour financer la dette existante de l'État. Law mit ainsi en œuvre un système d'échange de créances contre actifs déjà régulièrement utilisé en Grande-Bretagne. La création de la Banque générale s'accompagna de la transformation de la Compagnie du Mississippi, qui disposait du monopole du commerce avec la Louisiane française. Si ces innovations ne furent pas, à long terme, couronnées de succès, elles semblaient être fructueuses en 1719 – ce qui incita la Compagnie de la mer du Sud à élaborer son propre montage financier et le gouvernement britannique à l'adopter. Le fait que la Compagnie

34. B. Hill, « The Change of Government… », art. cit., p. 410.
35. *Ibid.*, p. 396 et 411.
36. C. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes…*, *op. cit.*, p. 78.

ait été trop ambitieuse dans son projet de montage financier visant à privatiser l'intégralité de la dette publique, à l'exception des obligations déjà détenues par la Banque d'Angleterre, explique que des problèmes soient apparus.

L'histoire de ce montage financier est trop connue pour être ici davantage analysée. Après avoir d'abord fait l'objet d'une attention et d'un soutien considérables, le montage s'effondra de manière spectaculaire à la fin de l'été 1720, provoquant pertes financières et colère face à la duplicité supposée de la Compagnie de la mer du Sud et à l'incompétence du Parlement ayant permis la réalisation de ce montage[37]. Très vite, dans tout le pays, l'effondrement de ce dernier et la crise économique qui en aurait découlé ont été invoqués comme cause de la ruine des familles et des économies locales. L'analyse des conséquences économiques de la bulle présente cependant un éclairage plutôt différent. Les premiers acteurs touchés vivaient à Londres et jouaient déjà un rôle dans le domaine du crédit public : agioteurs, orfèvres et commerçants importants. Les liens entre le crédit public et privé qui auraient pu permettre la propagation de la crise à l'ensemble du monde économique étaient à l'époque défaillants. De même, l'économie n'étant alors pas intégrée à l'échelle nationale, les crises se répandaient lentement aux régions situées en dehors de Londres. Comme Hoppit l'affirme, par conséquent, « les ondes de choc de la crise ont déferlé sur la City et l'ont fait vaciller, mais ne se sont pas propagées au reste du pays[38] ».

Par ailleurs, comme l'indiquent Carlos et *al.*, l'élément le plus important du montage financier de la Compagnie de la mer du Sud ne fut pas l'éclatement de la bulle, mais plutôt le processus de démantèlement de ce montage[39]. Les directeurs de la Compagnie de la mer du Sud furent naturellement traînés devant le Parlement et leurs biens confisqués pour calmer la colère des créanciers publics qui réclamaient justice. Toutefois, ce démantèlement fut méthodique et reposa davantage sur du pragmatisme que sur les appels à la vengeance lancés par les créanciers publics. Ce fut également un exploit considérable compte tenu des intérêts divergents des détenteurs d'actions et d'obligations de la Compagnie de la mer du Sud parmi lesquels se trouvaient, comme Dickson le montre, quelque « 30 000 personnes, groupes et entreprises, dont de nombreux riches financiers et commerçants londoniens, des organismes de financement, des banques et des compagnies d'assurances[40] ». En outre, le secteur privé participa au financement des investissements du montage, et le montant des contrats de prêt souscrits,

37. P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution, op. cit.*; L. Neal, *The Rise of Financial Capitalism…, op. cit.*; H. J. Paul, *The South Sea Bubble, op. cit.*

38. J. Hoppit, « Financial Crises… », art. cit., p. 47.

39. A. Carlos, E. Fletcher, L. Neal et K. Wandschneider, « Financing and refinancing the War… », art. cit.

40. P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution…*, *op. cit.*, p. 161.

selon l'estimation certainement exagérée d'un contemporain, se serait élevé à environ 90 millions de livres sterling à la fin de 1720[41]. Le processus de démantèlement de ce montage complexe fut orchestré par Robert Walpole. Environ 4 millions de livres sterling du capital social de la Compagnie de la mer du Sud furent finalement transférés à la Banque d'Angleterre. Le reste, qui s'élevait à environ 38 millions de livres sterling, fut proposé aux investisseurs pour moitié sous la forme d'actions de la Compagnie, l'autre moitié étant composée de rentes perpétuelles qui rapportaient 5 % pendant 5 ans, puis 4 % les années suivantes. Aucune garantie ne fut proposée sur les actions de la Compagnie, mais leurs détenteurs eurent le droit de toucher les dividendes susceptibles d'être versés dans le futur[42]. La restructuration méthodique du capital de la Compagnie de la mer du Sud ruina peut-être de nombreux investisseurs, mais elle atteignit en réalité l'objectif prévu à l'origine par le montage financier, à savoir la rationalisation de la dette existante. De plus, selon Paul, le montage financier de la Compagnie de la mer du Sud fut finalement bénéfique à l'économie, dans la mesure où il permit de consolider la dette et de réduire les coûts[43]. La Compagnie de la mer du Sud continua d'exister au XIX^e^ siècle sous la forme d'un outil de gestion de la dette publique et d'un pourvoyeur fiable de revenus pour des investisseurs passifs.

V. RESTRUCTURATION DE LA DETTE SANS CRISE

La restructuration la plus importante de la dette publique britannique au cours du XVIII^e^ siècle n'eut pas lieu pendant une période de crise, mais à une époque de paix et de stabilité. En guerre pendant plus de la moitié de la période qui s'étendit de 1688 à 1815, la Grande-Bretagne continua de s'endetter. Même en temps de paix, les ressources étaient réservées à la préparation de la guerre, car nombreux étaient ceux qui croyaient que celle-ci était imminente. La pression exercée pour alléger le fardeau fiscal en temps de paix amenuisait les occasions de rembourser la dette. Le montant total des titres d'État passa de 7 millions de livres sterling à la fin des années 1690 à 77 millions de livres sterling en 1749[44].

À partir du milieu du XVIII^e^ siècle, les systèmes de financement de la dette, bien que contestés, étaient devenus performants et une grande partie de la gestion des fonds publics avait été transmise à la Banque d'Angleterre. Durant

41. *Ibid*.
42. A. Carlos et *al.*, « Financing and refinancing the War… », art. cit., p. 154.
43. H. J. Paul, *The South Sea Bubble, op. cit.*, p. 104.
44. P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution…*, *op. cit.*, p. 49 et 284.

les dernières phases de la guerre de succession d'Autriche (1740-1748), deux emprunts importants, d'un montant supérieur à 10 millions de livres sterling, avaient été contractés par voie de souscription libre et considérablement sursouscrits, témoignant ainsi de la confiance des créanciers publics[45]. Cependant, le remboursement de ces emprunts contractés en 1747 et 1748 ne devait pas s'effectuer en une seule fois, mais en plusieurs échéances survenant à intervalles réguliers et représentant chacune un dixième du montant total. Ces conditions eurent pour effet de fragiliser les emprunts au moment où, comme en 1748, la situation militaire se détériora et les conditions d'accès au crédit se durcirent dans la City. De nombreux créanciers publics négligèrent alors simplement de rembourser leurs échéances. Le retour de la paix permit une fois encore la restauration du crédit. Or, alors que tout danger immédiat était écarté, le quasi-effondrement du crédit rendit urgente la reconstruction financière au lendemain de la guerre. Dans les milieux officiels, on observait également que la France prenait des mesures similaires pour réduire les coûts de ses emprunts. Ainsi, avec un retour à la normale de la City et la progression du prix des titres, il fut décidé de s'efforcer de solder la dette flottante et de réduire les coûts liés au reliquat[46].

La gestion des dispositifs de réduction de la dette britannique fut confiée à Henry Pelham, Premier Lord du Trésor. En 1749, Pelham, dont la carrière politique s'étalait déjà sur plus d'un quart de siècle et dont l'expertise financière n'était plus à démontrer, bénéficiait du respect des financiers de la City ainsi que de ses collègues du Parlement. L'une de ses premières actions fut d'approuver un nouvel échange de créances contre des actifs, à savoir la conversion de plus de 3 millions de livres sterling en bons à court terme contre des obligations à 4 %, dont la gestion fut confiée à la Banque d'Angleterre[47]. Une autre opération destinée à réduire à 3 % les intérêts des obligations de la Compagnie anglaise des Indes orientales fut entreprise sans susciter d'opposition parmi les détenteurs de ces obligations. La réussite de ces petites conversions ne pouvait cependant pas servir d'exemple pour la suite. Une autre opération de préoccupation pour Pelham était le montant important de la dette, qui avoisinait les 58 millions de livres sterling et dont le taux d'intérêt restait à 4 %. Son objectif était de le réduire à 3 %, mais ce ne fut pas chose facile. Le marché était assurément favorable avec une dette à 3 % négociée au-dessus de sa valeur nominale, et comme nous l'avons vu, la passivité des détenteurs d'obligations de la Compagnie anglaise des Indes ayant accepté une réduction du taux d'intérêt. Néanmoins, la structure du solde de la

45. P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution…*, *op. cit.*, p. 218-219 et 226-227.
46. *Ibid*., p. 229.
47. *Ibid.,* p. 230.

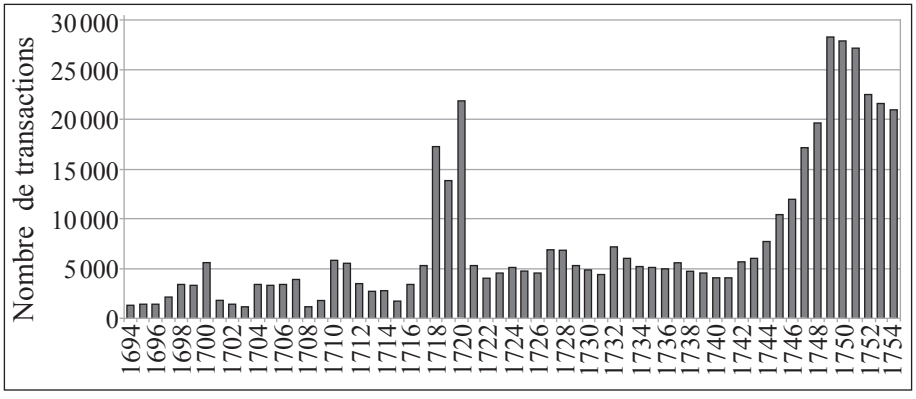
dette était complexe et la « conversion de Pelham », comme on l'appela, se heurta à la résistance farouche tant des financiers que des investisseurs traditionnels.

La réalisation de ce montage financier témoigne donc du fait qu'à partir du milieu du XVIII[e] siècle, la fiabilité de la dette de l'État était devenue indiscutable et sa gestion, principalement effectuée par la Banque d'Angleterre, efficace. Pelham réussit finalement à garantir une conversion volontaire de 88 % de l'ensemble des obligations à 4 %[48]. Les instruments créés par la conversion furent appelés des « rentes perpétuelles ».

La conversion de Pelham eut une autre conséquence, rarement reconnue mais absolument essentielle, sur la dette publique britannique. L'établissement de rentes perpétuelles signifiait qu'en 1750, 93 % de la dette détenue par l'État britannique l'était sous une forme aisément cessible, à savoir les rentes perpétuelles proprement dites ou les obligations de la Banque d'Angleterre, de la Compagnie britannique des Indes ou de la Compagnie de la mer du Sud[49]. L'incidence sur le marché secondaire fut immédiate et spectaculaire. Comme le montre le graphique 1, les transactions en actions et obligations publiques ne se chiffraient qu'à quelques milliers par an à la fin du XVII[e] siècle et au début du XVIII[e] siècle, alors qu'après 1750 elles progressèrent à plus de 20 000 par an.

Graphique 1

Chiffres annuels des cessions de titres d'État, 1694-1754



Source : P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution…*, *op. cit.*, p. 529-532.

48. *Ibid.,* p. 228-241.
49. Ranald C. Michie, *The Global Securities Market: A History*, Oxford, Oxford University Press, 2008, p. 42.

La création d'une valeur mobilière aisément cessible (les rentes perpétuelles à 3 %) et d'un marché développé et liquide pour ces titres d'État, entre autres, fut l'une des principales réalisations de la révolution financière britannique. La hausse importante de la rotation globale des titres à partir de la moitié du XVIII[e] siècle vint s'ajouter à un nombre croissant d'autres indices qui laissent penser que le marché financier était à cette époque efficace, en mesure d'assurer des opérations de négociation sophistiquées et de dimension internationale. Une telle souplesse était visiblement appréciée par les spécialistes de la dette publique, qui exaltaient les vertus d'un marché ouvert où les opérations pouvaient être menées à bien « avec aisance, empressement et diligence » et où il était possible d'« échanger des titres sans difficulté et à moindres frais[50] ».

VI. RÉFORME ADMINISTRATIVE

La Grande-Bretagne, qui sortit victorieuse de la guerre de Sept Ans (1756-1763), vit son empire et son influence sur la scène internationale s'étendre considérablement, mais le conflit qui suivit allait lui ôter toutes ses illusions de supériorité militaire et géopolitique. La guerre d'Indépendance des États-Unis constitua en effet un défi sérieux pour les Britanniques. Difficile à mener sur le plan logistique, cette guerre fut, comme le montre le graphique 2, extrêmement coûteuse. En 1783, la Grande-Bretagne n'avait tiré aucun bénéfice de ces dépenses et avait perdu ses principales possessions coloniales et son marché de produits manufacturés et réexportés. Les récriminations ne tardèrent pas à se faire entendre et prirent pour cible les entrepreneurs et les financiers qui semblaient profiter du désespoir de la nation. Voici ce que décrit un document :

> « On entend des rumeurs d'une immense profusion au Trésor public, on parle des appointements faramineux de certains postes ; de sommes considérables égarées dans la comptabilité ; d'une vaste dépense pour soutenir les entrepreneurs […] et afin de maintenir une clientèle de fainéants, dans le but de préserver l'influence de la Couronne sur le Parlement[51] ».

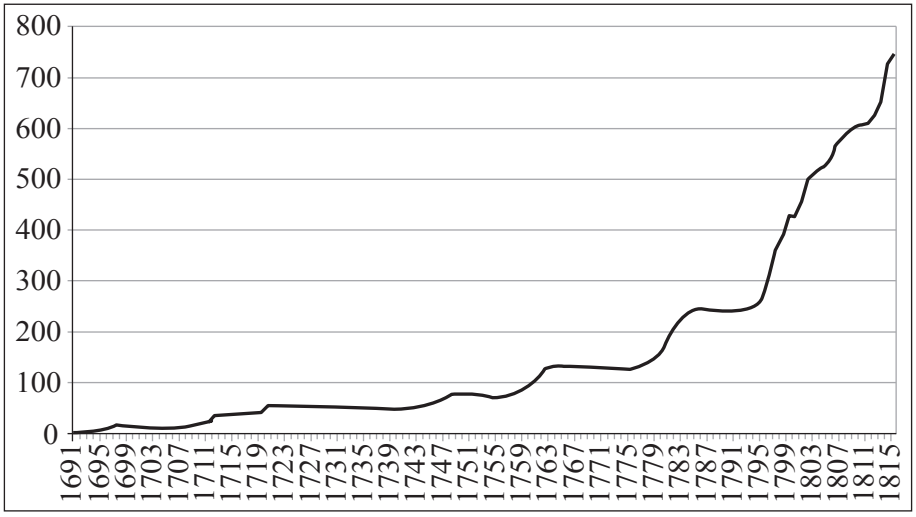
---

50. Anon., *Reasons Humbly Offered to the Members of the Honourable House of Commons*, Londres, 1756, citation extraite de Stuart Banner, *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and political roots, 1690-1860*, Cambridge, Cambridge University Press, 1998, p. 97 ; Anon., *Some Considerations on Public Credit and the Nature of its Circulation*, Londres, 1733, citation *in ibid*., p. 103.

51. BL Add. MSS., 38213, f. 137 : extrait d'une lettre d'un « honnête homme » de Norfolk à son ami londonien, citation extraite de J. E. D. Binney, *British finance and public administration, 1774-1792*, Oxford, Clarendon Press, 1958, p. 8.

Graphique 2

Niveau de la dette publique (en millions de livres sterling), 1691-1815



Source : Brian R. Mitchell, avec la collaboration de Phyllis Deane, *Abstract of British Historical Statistics*, Cambridge, Cambridge University Press, 1962.

Des inquiétudes au sujet de la gestion des finances publiques se manifestèrent pendant la guerre d'Indépendance des États-Unis. Au début de 1780, une motion déposée par l'opposition, qui appelait de ses vœux la création d'un comité constitué de membres indépendants de la Chambre des communes pour examiner les dépenses publiques, fut l'objet de débats dans cette enceinte. L'abolition des sinécures, des emplois offrant une rémunération et un statut mais nécessitant peu de travail, fut en particulier réclamée pour faire des économies et réduire les émoluments exorbitants versés en échange du travail effectué[52]. La motion fut rejetée, mais l'argument (en faveur de la nécessité de réformer la gestion des dépenses publiques) triompha. Sous la pression, Lord North, le Premier ministre de l'époque, instaura une commission statutaire destinée à examiner les comptes publics. La commission bénéficiait de deux avantages par rapport au comité préalablement proposé :

– d'une part, elle était le produit de l'administration en place et non celui de l'opposition ;

52. J. Binney, *Public Finance*, *op. cit.*, p. 8-9.

– d'autre part, une commission disposait du pouvoir de se faire communiquer des documents et d'entendre des témoins[53].

Selon Binney, ces réformes pourraient être considérées comme le signe annonciateur de réformes politiques plus profondes qui ne parviendraient à voir le jour que dans le courant du XIX^e^ siècle. Sans doute une réforme administrative, moins sujette à controverse, ne déchaînait-elle pas les mêmes passions et était-elle par conséquent plus aisée à mettre en œuvre[54].

La Commission des comptes exerça son contrôle entre 1780 et 1787, et le travail des six commissaires se matérialisa sous la forme de quinze rapports qui donnèrent lieu à des réformes couvrant tous les aspects des finances publiques britanniques. Les principes adoptés par la Commission consistèrent en l'élimination des possibilités de détournement de positions ou de fonds, l'élimination de la corruption, ainsi qu'en l'amélioration de l'efficacité et de l'efficience des différents postes de recettes et de dépenses. Ils répondaient aux principales préoccupations de l'opinion publique apparues lors de la crise des années 1780 et démontrent que celle-ci n'était pas seulement considérée comme la conséquence d'un conflit perdu, mais davantage comme le résultat de sa mauvaise gestion sur le plan administratif. Le dévoiement du système fut l'une des principales sources d'inquiétude, de pair avec la perception que certains avaient tiré profit du conflit et avaient peut-être eu tout intérêt à voir se prolonger une cause perdue.

Même si la tâche consistant à réformer les finances publiques allait vraisemblablement se poursuivre tout au long du siècle suivant, si ce n'est plus longtemps, d'après Binney, la Commission représentait « la ligne de démarcation entre les Anciens et les Modernes »[55]. Or, personne n'aurait pu prévoir au moment de la nomination des commissaires des comptes publics à quel point leur réforme se révélerait nécessaire. Les guerres contre la France révolutionnaire et napoléonienne avaient exercé une pression considérable sur le Trésor public, et les niveaux de la dette à long terme passèrent de 242 millions de livres sterling à la fin de la guerre d'Indépendance des États-Unis à 844 millions de livres sterling en 1819. La capacité de la Grande-Bretagne à résister à des niveaux d'endettement si élevés témoigna non seulement de la volonté du public d'investir dans l'État, mais aussi de la transformation au cours de la dernière partie du XVIII^e^ siècle de l'armée d'administrateurs, constituée à l'origine d'« amateurs doués » (d'après la formule de John Brewer), en une

53. J. Binney, *Public Finance*, *op. cit.*, p. 9.
54. *Ibid.*, p. 5.
55. *Ibid.*, p. 282.

classe professionnelle de bureaucrates[56]. Les commissaires des comptes publics furent ceux qui mirent en œuvre ce changement et firent entrer le système de gestion des finances publiques dans l'époque moderne.

VII. GUERRES CONTRE LA FRANCE RÉVOLUTIONNAIRE ET NAPOLÉONIENNE

Bien qu'en fin de compte la réforme administrative ait été couronnée de succès, elle n'avait pas permis d'alléger la dette existante. À la fin de la guerre d'Indépendance américaine, elle atteignait près de 243 millions de livres sterling et plus de la moitié des recettes annuelles de l'État était consacrée au paiement des intérêts. Pendant la décennie de paix qui suivit, le Premier ministre William Pitt le Jeune s'employa activement à rembourser la dette publique. Son but, aux dires de son collègue Lord Grenville, était « de restaurer la force et la confiance de son pays en s'appuyant sur des conseils plus modérés et pacifiques[57] ». Pitt reconnut avant tout que la dette avait atteint des niveaux insupportables et que tout gouvernement qui ne tenterait pas de s'atteler au problème verrait sa crédibilité remise en cause.

Afin de trouver des recettes supplémentaires, Pitt augmenta les taxes à partir de 1783 sur un large éventail de produits de luxe. Il diminua les droits de douane sur le thé, jusqu'alors extrêmement élevés, ce qui eut paradoxalement pour effet d'accroître les recettes puisque, la contrebande devenant moins rentable, des quantités plus importantes de thé furent importées légalement. Toutefois, il lui restait à résoudre le problème de la gestion de la dette. Pour s'y attaquer, il créa un « fonds d'amortissement » qui permit de rembourser, à partir de 1786, 1 million de livres sterling par an. Un montant supplémentaire de 200 000 livres sterling y fut versé chaque année à partir de 1792. Le fait que Pitt confiât à des commissaires indépendants la gestion de ce fonds accrédite l'idée que sa préoccupation principale était la crédibilité. En 1792, il créa un nouveau fonds d'amortissement consacré spécifiquement au remboursement des futurs emprunts. Le principe était le suivant : tout nouvel emprunt contracté donnait lieu à l'affectation au fonds d'amortissement d'une part des recettes de l'État égale à 1 % du capital emprunté, afin que le remboursement puisse être terminé

56. J. Brewer, *The Sinews of Power…, op. cit.*, p. 250.

57. Citation extraite de Richard Cooper, « William Pitt, Taxation and the Needs of War », *Journal of British studies*, vol. 22, 1982, p. 94.

dans les 45 ans suivant la date de l'emprunt. Cooper affirme que l'objectif de Pitt était « à terme, l'élimination totale de toute dette[58] ».

Il est tout à fait notable que parmi les mesures prises par Pitt, certaines visaient à protéger le fonds d'amortissement contre la prodigalité éventuelle des futurs gouvernements. La pression autrefois exercée par les détenteurs de la dette publique pour améliorer la crédibilité des engagements de l'État était donc désormais exercée par l'État lui-même. De plus, les stratégies introduites par Pitt dans ce but furent couronnées de succès. En 1790, le trésorier de la Royal Exchange Assurance Company pouvait déclarer :

> « Le paiement des intérêts des fonds d'État étant régulier et nombreux étant ceux qui, dans ce pays, préfèrent compter sur ces intérêts plutôt que sur d'incertains bénéfices commerciaux, les parts de ces fonds trouvent toujours acquéreur lors de leur introduction sur le marché. La facilité avec laquelle ces titres peuvent être cédés à moindres frais incite les investisseurs à les choisir de préférence aux hypothèques ou autres titres privés qui, bien que sans doute assortis d'un taux d'intérêt supérieur, s'accompagnent souvent de tourments et d'incertitude[59] ».

Malgré la stabilité des fonds d'État, le déclenchement de la guerre, en 1793, s'accompagna d'une crise financière. Hoppit affirme que la guerre « altère la confiance de tous les acteurs de la finance publique et privée et, peut-être dans une moindre mesure, du financement des entreprises[60] ». Toutefois, Pitt n'avait pas l'intention d'abandonner son objectif d'élimination de la dette publique. Dans son premier discours sur le budget après le début de la guerre, il déclara que bien qu'il fût nécessaire de soutenir « énergiquement et efficacement la poursuite de la guerre », cela ne signifiait pas qu'il faille négliger « ce qui, dans ce budget, touche à la préservation de nos propres intérêts et de ceux de nos successeurs ». Par conséquent, il demanda au gouvernement de continuer à mettre de côté les sommes nécessaires à l'alimentation du fonds d'amortissement et de respecter son engagement de rembourser la dette[61].

Pour ce qui est du financement de la guerre elle-même, la Grande-Bretagne commença par adopter la même stratégie que pour les guerres précédentes. L'État chercha à emprunter pour faire face aux besoins immédiats et à augmenter les impôts pour financer la gestion des emprunts remboursables à plus long terme. Cette stratégie était efficace et elle avait bien fonctionné auparavant.

---

58. R. Cooper, « William Pitt… », art. cit., p. 95.
59. Citation extraite de R. C. Michie, *The Global Securities Market…*, *op. cit.*, p. 43.
60. J. Hoppit, « Financial Crises… », art. cit., p. 55.
61. R. Cooper, « William Pitt… », art. cit., p. 95.

De plus, le reste de l'Europe traversant une période de troubles, les investisseurs britanniques séduits par les nouvelles émissions furent rejoints par des investisseurs de toutes provenances. Ce mouvement fut encore amplifié par une série de défauts de remboursement dans toute l'Europe, conduisant à une répudiation partielle ou totale de la dette dans un certain nombre de pays comme l'Autriche, le Danemark, la Suède, l'Espagne, la Russie et la Hollande[62].

Pourtant, le marché restait incertain et la volatilité s'accrut au fur et à mesure que se profilait le spectre de l'invasion. Le maintien d'un mode de gestion de la dette garantissant la crédibilité de l'administration des finances publiques, voulu par Pitt, fut compromis par l'ampleur réelle des besoins de financement de la guerre. L'augmentation du coût des emprunts au cours des années 1790 indique clairement une baisse de la confiance accordée au gouvernement. En 1796, Pitt pouvait encore emprunter à 5,5 %, alors que l'année suivante il ne lui fut plus possible d'obtenir des taux inférieurs à 6 %[63]. L'année 1797 apporta son lot de crises supplémentaires. Une mutinerie eut lieu dans la marine, alors que persistait la menace d'invasion et que les réserves d'or de la Banque d'Angleterre commençaient à fondre.

La Banque d'Angleterre était, bien sûr, un élément clé de la gestion des finances publiques. Pourtant, dès le milieu des années 1790, ses réserves d'or avaient commencé à diminuer, drainées par l'envoi d'espèces sur le continent pour alimenter l'effort de guerre. Au début de 1797, il n'y eut plus d'autre solution pour empêcher l'effondrement de la Banque d'Angleterre que de suspendre l'engagement de convertibilité des billets en espèces. La décision fut prise le 26 février 1797. L'une des conséquences fut de permettre à l'État de vendre à la Banque une grande partie de sa dette à court terme non financée. La suspension de la convertibilité joua un rôle si crucial dans la gestion des finances publiques pendant la guerre que tous les efforts de la Banque pour revenir à la convertibilité furent vains, ce qui conféra *de facto*, à partir de 1811, un cours légal aux billets de la Banque d'Angleterre[64].

La suspension de la convertibilité ne semble pas avoir entraîné une perte de confiance importante dans le système monétaire. L'utilisation du papier-monnaie fut rapidement adoptée[65]. Mais le coût des emprunts continua à augmenter

62. R. C. Michie, *The Global Securities Market…*, *op. cit.*, p 53.
63. R. Cooper, « William Pitt… », art. cit., p. 99.
64. Michael D. Bordo et Eugene White, « A Tale of Two Currencies: British and French Finance During the Napoleonic Wars », *Journal of Economic History*, vol. 51, 1991, p. 311.
65. Hiroki Shin, « Paper money, the nation, and the suspension of cash payments in 1797 », *The Historical Journal*, vol. 58, 2015, p. 415-442.

jusqu'à atteindre 6,7 % en 1798[66]. Compte tenu du haut niveau des taux d'intérêt, il devint inévitable d'appréhender différemment la gestion des finances publiques. Le dernier axe de restructuration des finances publiques britanniques fut l'introduction d'un impôt direct sur le revenu. Comme l'indique Daunton, jusqu'à la mise en place de l'impôt sur le revenu en 1799 et bien que les Britanniques fussent lourdement imposés, le système d'imposition avait évité le déplorable expédient de la vente de charges et de l'octroi de privilèges fiscaux et il s'appuyait sur les autorités locales pour la collecte[67]. Ce système avait de nombreuses failles et, comme nous l'avons vu, il peinait à produire les recettes escomptées, ce qui entraînait une insuffisance des fonds destinés au service de la dette. Pourtant, il fonctionnait dans l'ensemble, ne suscitant pas des niveaux dangereux de ressentiment.

Toutefois, afin de garantir la crédibilité des engagements de l'État et de maintenir à des niveaux raisonnables le coût des emprunts, Pitt fut obligé, à partir de 1798, de concevoir différemment le financement de la guerre. À compter de ce moment, l'État britannique choisit « d'augmenter les impôts et de diminuer le recours à l'emprunt[68] ». Le résultat fut l'introduction, en 1799, d'un impôt sur le revenu qui devait représenter à terme plus d'un quart des fonds nécessaires au financement de la guerre[69]. Cet impôt se révéla cependant beaucoup plus difficile à collecter que les formes précédentes d'imposition. Il fut considéré avec suspicion et abandonné après la guerre. Bien que, sous de nombreux aspects, cet axe de restructuration de la dette publique ait représenté une rupture radicale avec les modes de financement de la guerre utilisés depuis plus d'un siècle, Cooper considère qu'il ne marque pas le début « d'une nouvelle ère de l'administration de l'État » et que le véritable but de son introduction n'était pas de pourvoir entièrement au financement de la guerre, mais de préserver l'objectif de remboursement de la dette publique et, par ce biais, de maintenir l'ordre établi[70].

Conclusion

Sussman et Yafeh ont démontré que le succès du système britannique de gestion de la dette publique s'était construit très progressivement[71]. Les marchés

66. R. Cooper, « William Pitt… », art. cit., p. 99.
67. Martin Daunton, *Trusting Leviathan: The politics of taxation in Britain, 1799-1914,* Cambridge, Cambridge University Press, 2007, p. 41.
68. R. Cooper, « William Pitt… », art. cit., p. 99.
69. M. Daunton, *Trusting Leviathan…*, *op. cit.*, p. 45.
70. R. Cooper, « William Pitt… », art. cit., p. 103.
71. N. Sussman et Y. Yafeh, « Institutional reforms… », art. cit.

financiers ne récompensent pas immédiatement les réformes institutionnelles ; l'intégrité et la crédibilité doivent être prouvées constamment. Dans leur étude, cependant, Sussman et Yafeh n'ont pas cherché à déterminer ce qui sous-tendait les processus ayant favorisé, sur le long terme, la crédibilité des engagements de l'État[72]. Nous avons démontré qu'il s'agissait de la capacité du système à s'adapter et de la volonté de restructurer le financement du coût de la dette, l'un des axes principaux étant la capacité de renégocier les échéances avec les créanciers publics, soit par la force, soit par la concertation. Ce fut le cas au lendemain de la bulle de la Compagnie de la mer du Sud ainsi que lors de la conversion de Pelham. Mais cette capacité peut aussi s'observer dans le cadre des échanges de créances contre des actifs qui eurent lieu durant les premières phases de développement de la dette publique. Le second axe important fut le souci constant de garantir la crédibilité des engagements de l'État. Nous avons affirmé par ailleurs que celui-ci était né d'une profonde réflexion de l'État sur la nature de la dette[73]. La présente analyse a montré également que la garantie de la crédibilité des engagements pris avait fini par devenir l'un des principaux objectifs de l'État.

72. *Ibid.,* p. 929.
73. A. Murphy, « Demanding credible commitment… », art. cit.

LES AVATARS POLITIQUES DE LA DETTE AMÉRICAINE : LA CRISE DE LA SÉCESSION ET LES TRANSFORMATIONS DE L'ÉTAT FÉDÉRAL (1861-1913)

Nicolas BARREYRE

« Une dette nationale peut être une bénédiction nationale ! » Les mots sortent du bec de l'aigle royal, attitude belliqueuse et faisceau de flèches dans ses serres, qui domine ce tract de propagande du début de 1865[1]. La guerre de Sécession dure alors depuis près de quatre années, la plus meurtrière que le pays ait connue. L'affiche en appelle au patriotisme des citoyens, fournissant au recto de nombreux chants à la gloire de la nation unie et de ses citoyens. « Vos fils et votre argent sur l'autel de votre pays ! », claironne l'aigle dans son phylactère. Le gouvernement a besoin de soldats, certes, mais également d'argent – de beaucoup d'argent – pour financer la guerre. Mais si le sacrifice doit permettre à l'Union de remporter la victoire, les moyens d'y parvenir promettent aussi des lendemains radieux. Au verso, où l'aigle promet que la dette publique sera un bienfait, de longs développements expliquent, exemples anglais et français à l'appui, que l'emprunt de guerre sera le socle de la prospérité économique future. Contrairement à une dette privée, la dette publique est « autant de capital ajouté à notre richesse » collective. Elle est « la protection de l'industrie, le socle de notre banque, le fonds de nos veuves et orphelins ! »

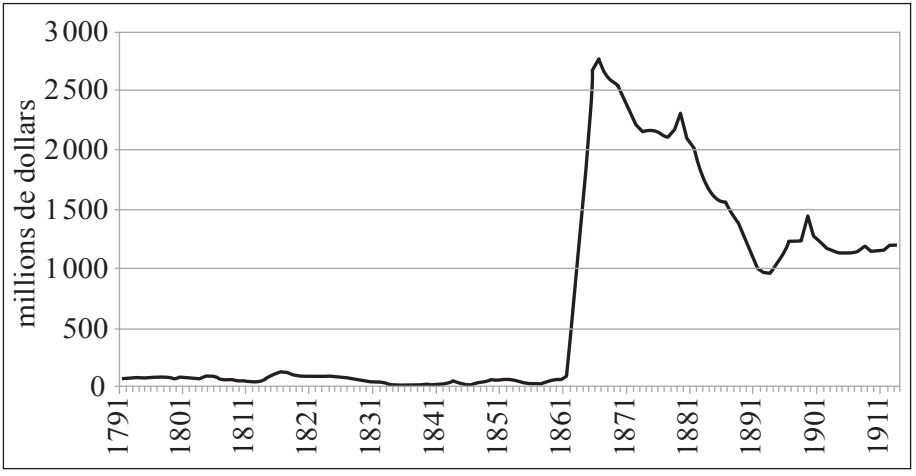
L'affirmation peut surprendre : elle ne correspond guère à l'image qu'on se fait des États-Unis du XIX^e^ siècle, à cet « âge classique » où l'emprunt est parfois un mal nécessaire – notamment en cas de guerre – pour lequel il faut cultiver un crédit public sans reproche, mais où il faut le rembourser au plus vite. D'ailleurs, la campagne publicitaire menée par Jay Cooke, le financier de Philadelphie chargé par l'État fédéral de placer l'emprunt de guerre, suscite de nombreuses réactions indignées par sa rupture avec cette conception traditionnelle. « Une dette nationale permanente n'est pas une institution américaine, comme notre histoire l'a déjà prouvé », affirme l'un des dirigeants républicains

1. Affiche, « Seven Thirsty Facts and Figures », Philadelphie, McLaughlin Brothers, [1865], fonds de l'American Antiquarian Society, BDSDS 1865 F.

au Congrès quelques mois plus tard[2]. L'existence même de ces vifs débats indique toutefois que la dette publique fait alors l'objet d'une réévaluation politique que le pays n'avait pas connue depuis les premières années de la République, quand l'opposition entre Alexander Hamilton et Thomas Jefferson avait cristallisé la naissance des premiers partis[3]. La guerre de Sécession est une crise politique majeure, remettant en cause la nation même. Ses dimensions financières ont souvent été reléguées au rang des moyens nécessaires pour la résoudre[4] ; elles ne sont pourtant pas indépendantes des enjeux politiques.

Graphique 1

Dette fédérale américaine, 1791-1913



Source : John J. Wallis, « Federal government debt, by type: 1791-1970 », Table Ea650-661, *in* Susan B. Carter et *al.* (dir.), *Historical Statistics of the United States, Earliest Times to the Present: Millennial Edition*, Cambridge, Cambridge University Press, 2006.

2. Justin Morrill dans *Congressional Globe*, 39e Congrès, 1re session, 1866, p. 972. La notion d'« âge classique » est reprise de Jean Heffer, « L'âge classique de la dette publique américaine (1789-1916) », *in* Jean Andreau, Gérard Béaur et Jean-Yves Grenier (dir.), *La dette publique dans l'histoire*, Paris, IGPDE/Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2006, p. 365-392, https://books.openedition.org/igpde/1180.

3. Herbert E. Sloan, *Principle and Interest: Thomas Jefferson and the Problem of Debt*, Oxford, Oxford University Press, 1995.

4. Sur la guerre elle-même, la synthèse classique est James M. McPherson, *La Guerre de Sécession (1861-1865)*, Paris, Robert Laffont, 1991. Sur ses dimensions financières, voir notamment Bray Hammond, *Sovereignty and an Empty Purse: Banks and Politics in the Civil War*, Princeton, Princeton University Press, 1970 ; Jane Flaherty, *The Revenue Imperative: The Union's Financial Policies during the American Civil War*, Londres, Pickering & Chatto, 2009.

Au centre, l'énorme emprunt public accumulé pendant le conflit : d'un montant sans précédent historique, il a pour la première fois été placé auprès de la population américaine, par la procédure nouvelle de la souscription publique. Sa taille, sa visibilité et les raisons mêmes de son existence rendent impossible une gestion technique et apolitique, de type *business as usual*. Dans cette perspective, la courbe de la dette (graphique 1) – avec un pic en 1866, suivi d'une baisse soutenue jusque dans les années 1890, puis d'une légère remontée postérieure – ne raconte qu'une partie de l'histoire. Pour comprendre le changement de régime de la dette, il faut suivre non seulement sa gestion, mais également la transformation du sens qui y est investi. Dans la crise de la guerre de Sécession survient une redéfinition *politique* de la dette américaine : inaboutie mais réelle, elle est en réalité consubstantielle à un changement du rôle de l'État fédéral dans le pays.

I. DETTE PUBLIQUE, PROBLÈME POLITIQUE

« Rien n'est plus préjudiciable à notre crédit national que l'opinion, exprimée ouvertement par des hommes influents, qu'il puisse survenir une situation par laquelle notre dette nationale serait répudiée. » Dès l'été 1865, la guerre à peine terminée, le secrétaire au Trésor Hugh McCulloch s'inquiète du sort qui sera fait à la dette publique[5]. En effet, le remboursement d'une somme si importante ne va pas de soi, et commence dès lors à faire débat. Certains estiment en effet qu'elle est trop lourde, et que la génération présente a suffisamment souffert pour ne pas encore se faire saigner financièrement par des impôts écrasants. D'autres craignent quant à eux le retour revanchard des sudistes vaincus, qui, en forçant une répudiation, porteraient atteinte au crédit de l'Union, c'est-à-dire à sa capacité même à se financer en situation d'urgence. Pour les Républicains au pouvoir, ces inquiétudes justifient d'introduire dans la Constitution, en 1866, une clause s'assurant que « la validité de la dette publique des États-Unis, autorisée par la loi […] ne sera pas mise en question », tout en prohibant définitivement le paiement de « toute dette ou obligation encourue pour aider l'insurrection ou la rébellion contre les États-Unis, ou de toute compensation pour la perte ou l'émancipation d'esclave ». La dette n'est pas un simple contrat financier : sa légitimité politique est étroitement liée aux conditions de l'emprunt, et au sens qu'il prend alors que la situation politique change[6].

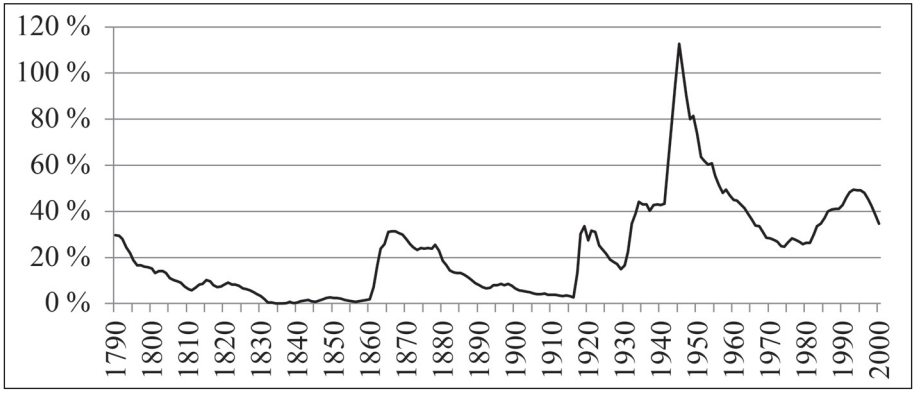
5. Lettre de Hugh McCulloch à Charles Sumner, 16 août 1865, cité dans Joseph B. James, *The Framing of the Fourteenth Amendment*, Urbana, University of Illinois Press, 1956, p. 25.

6. Quatorzième amendement à la Constitution, ratifié en 1868. Pour un résumé des débats sur la dette, voir Nicolas Barreyre, *L'or et la liberté. Une histoire spatiale des États-Unis après la guerre de Sécession*, Paris, Éditions de l'EHESS, 2014, p. 67-72 et 136-137.

Or, par bien des aspects, cette dette-là est différente des précédentes. Les États-Unis ont déjà, et souvent, recouru à l'emprunt pour financer leurs guerres et expansions territoriales[7]. Mais plusieurs raisons mettent la dette de la guerre de Sécession à part. Il y a sa taille d'abord, sans précédent : en valeur nominale, près de 2,8 milliards de dollars, dont 2,3 portant intérêt ; c'est 18 fois le précédent record, datant de la guerre de 1812. Rapporté à la population – une mesure fréquemment utilisée à l'époque – ce montant revient à 75 $ par habitant, quatre fois le précédent pic de 1791, quand l'État fédéral prit à sa charge l'ensemble des dettes de la guerre d'Indépendance non encore remboursées. Le changement d'échelle est spectaculaire, même si l'on est encore loin des montants d'aujourd'hui. Si tant est que les estimations soient fiables, la dette publique à son pic en 1866 correspond à 30 % du produit intérieur brut – légèrement plus qu'en 1791, et au même niveau que la Première Guerre mondiale (graphique 2). « Jamais auparavant, dans le même espace de temps, une si large somme d'argent n'avait été levée par emprunt », s'émerveille un élu. Nul doute que pour les Américains, ce n'est pas la moindre des réalisations du gouvernement que d'avoir réussi à mobiliser ainsi de telles ressources financières[8].

Graphique 2

Poids de la dette fédérale rapporté au PIB, 1791-2000



Source : Congressional Budget Office, « Historical Data on Federal Debt Held by the Public », rapport du 5 août 2010, https://www.cbo.gov/publication/21728.

7. Max M. Edling, *A Hercules in the Cradle: War, Money, and the American State, 1783-1867*, Chicago, Chicago University Press, 2014.

8. J. Heffer, « L'âge classique de la dette américaine… », art. cit. ; Congressional Budget Office, « Historical Data on Federal Debt Held by the Public », rapport du 5 août 2010, www.cbo.gov/publication/21728. La citation est dans *Congressional Globe*, 39e Congrès, 1re session, 1866, p. 975.

Le résultat est d'autant plus impressionnant que l'État a, aux débuts de la guerre, le plus grand mal à lever des fonds. Le secrétaire au Trésor, Salmon Chase, réunit d'abord un groupe de banquiers de New York, la principale place financière du pays, pour placer un premier emprunt – ce qu'ils font à l'été 1861. Mais sa deuxième tentative dès l'automne se heurte à des réticences de plus en plus grandes, mélange de contraintes économiques – l'incertitude économique fait disparaître les espèces dans les bas de laine, et les réserves des banques en souffrent – et d'hostilité politique, alors qu'un certain nombre de grands banquiers pensent que toucher à sa bourse peut forcer le gouvernement à négocier plutôt que guerroyer. Or, les marchés européens, qui avaient fourni la plupart des capitaux lors des emprunts précédents (notamment via Baring Brothers & Co.), sont essentiellement fermés pour raisons diplomatiques : Londres et à sa suite Paris ne veulent pas prendre parti dans cette guerre civile. Jay Cooke suggère alors une solution à Chase. Ce jeune banquier de Philadelphie est peu connu, mais son frère Henry, journaliste et opérateur politique, a aidé le secrétaire au Trésor dans ses campagnes électorales en Ohio. Mettant en avant l'exemple français et la réussite de la souscription publique menée pendant la guerre de Crimée, Cooke convainc Chase de lui confier le prochain emprunt public, qu'il s'occupera de placer auprès du public[9].

Les campagnes de souscriptions publiques menées par Jay Cooke font désormais partie de la geste héroïque de la guerre de Sécession, avec l'envoi d'agents à travers tout le pays, l'utilisation massive de la presse et autres publications, ou encore l'invention de stands de nuit adossés aux tavernes pour toucher les travailleurs. Ces méthodes, moins inventées qu'importées d'Europe, sont systématisées à grande échelle, et permettent de rendre extrêmement visible l'emprunt public, transformé dans le discours de propagande en un acte à la fois patriotique et profitable, mêlant intérêt bien compris et soutien à l'Union. Il est difficile d'avoir une idée précise du profil des souscripteurs, mais il semble qu'ils aient appartenu aussi bien aux classes moyennes assez larges qu'aux classes aisées généralement concernées par ce type d'instrument financier. La plus petite dénomination pour un bon est alors de 50 $. Dès lors, s'ils sont hors de portée de beaucoup encore, ces bons sont, en ces années d'inflation et de hausse des revenus, accessibles néanmoins à un spectre assez large de la population. Toujours est-il qu'à la fin de la guerre, la dette publique est essentiellement détenue par la population américaine (du Nord, quoiqu'on en trouve

9. Fritz Redlich, *The Molding of American Banking: Men and Ideas*, New York, Johnson Reprint Corp., 1968 ; Jay Sexton, *Debtor Diplomacy: Finance and American Foreign Relations in the Civil War Era, 1837-1873*, Oxford, Oxford University Press, 2005 ; Ellis P. Oberholtzer, *Jay Cooke, Financier of the Civil War*, Philadelphie, G. W. Jacobs & Co., 1907, p. 128-325.

dans le Sud également), et ce de manière très visible – beaucoup claironnent fièrement que les États-Unis n'ont pas eu besoin de l'argent de l'Europe[10].

Patriotique aussi bien par son objet que par sa souscription, la dette de guerre n'aurait donc pas dû poser problème. Elle se retrouve pourtant au cœur de débats politiques virulents au lendemain du conflit. En effet, sa taille même fait de son remboursement un enjeu financier majeur, pour le contribuable comme pour le porteur et le banquier. La politique de la dette dépasse alors largement les simples conditions du paiement de celle-ci. En réalité, elle met en jeu le rôle même de l'État fédéral, et sa légitimité politique à intervenir dans l'économie du pays.

II. À QUI PROFITE LA DETTE ? L'ÉTAT REDISTRIBUTEUR

Si le nombre de souscripteurs américains est grand, il n'est malgré tout pas universel. Et savoir qui détient des bons du Trésor devient un enjeu politique d'autant plus important que la politique du gouvernement après la guerre se fait particulièrement favorable à ces porteurs d'obligations publiques.

Deux facteurs augmentent les rendements réels. Le premier est monétaire. En 1862, pour pallier la disparition des espèces de la circulation, l'Union a créé une monnaie-papier, ayant cours légal mais non convertible en pièces d'or ou d'argent – le pays est alors bimétalliste. La valeur de ces billets du Trésor, appelés *greenbacks*, fluctue fortement pendant le conflit, au gré des fortunes militaires de l'Union. Or, les emprunts ont essentiellement été souscrits en cette monnaie-papier plus ou moins dévaluée, alors que les paiements sont garantis en or, intérêt et capital. Salmon Chase a toujours insisté pour que l'emprunt soit souscrit au pair – question d'orgueil national ; mais les *greenbacks* ont dans les faits agi comme une décote à l'achat des bons du Trésor. Ajoutée à des taux d'intérêt nominaux déjà confortables (de 6 à 7 %), celle-ci fait de ces emprunts des investissements très rentables. Et ils le deviennent d'autant plus après-guerre – second facteur – que le nouveau secrétaire au Trésor, Hugh McCulloch, entame une politique soutenue de déflation, dont le but premier

10. Henrietta M. Larson, *Jay Cooke, Private Banker*, Cambridge, Harvard University Press, 1936 ; Melinda Lawson, *Patriot Fires: Forging a New American Nationalism in the Civil War North*, Lawrence, University Press of Kansas, 2002. L'étude la plus récente à s'intéresser aux souscripteurs est de David K. Thomson, *Bonds of War: The Evolution of World Financial Markets in the Civil War Era*, thèse de doctorat, University of Georgia, 2016 ; voir aussi Robert P. Sharkey, *Money, Class, and Party: An Economic Study of Civil War and Reconstruction*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1959.

est de ramener les *greenbacks* au pair avec l'or afin de rétablir la convertibilité en espèces. Cette politique monétaire renchérit les rendements réels des bons du Trésor en pesant sur les prix et les salaires. Tous ces facteurs combinés expliquent que, dans les années 1870, les emprunts de guerre produisent pour leurs porteurs des rendements réels avoisinant les 9 %[11].

À qui profite cette manne financière ? Car ces sommes sont versées sur fonds publics, alimentés par les impôts, et le seul paiement des intérêts constitue 40 % du budget fédéral pendant ces années. Tous les débats dans l'après-guerre se construisent donc sur deux images concurrentes du porteur de bons : l'Américain ordinaire patriotique contre l'aristocrate de l'argent :

– d'un côté, ceux qui attaquent le trop bon traitement réservé aux détenteurs de titres publics soulignent qu'ils bénéficient de conditions anormales : ils sont rémunérés en or alors que tous les autres doivent se contenter de *greenbacks* dont la valeur est moindre ; leurs revenus ne sont pas imposés ; et surtout, ils ne travaillent pas, ne produisent rien pour cette rémunération, purement parasitique puisque seul le prêt de capital leur vaut revenu. La figure type d'un tel profiteur est le *fat banker*, véritable aristocrate qui vit grassement du travail des autres. Il s'agit là d'un trope de longue date réactivé autour de la question de la dette ;

– en face, ceux qui défendent la politique menée insistent sur la nécessité de préserver le crédit de l'État, qui devrait être, « comme la femme de César, au-dessus de tout soupçon ». L'image du porteur de bons qu'ils invoquent est tout autre : c'est un Américain ordinaire, qui par patriotisme a fait sacrifice de son argent pour que l'Union puisse remporter la victoire. Ils n'hésitent pas à mobiliser un autre trope qui a fait ses preuves : la veuve et l'orphelin, dont le seul revenu pour ne pas tomber dans la destitution à laquelle l'absence du père de famille les voue est celui qu'ils tirent des bons qu'ils possèdent, de ces intérêts versés deux fois l'an par le Trésor[12].

Il est difficile de démêler laquelle des deux positions est la plus proche de la réalité. De fait, le grand nombre de souscripteurs pendant la guerre

---

11. Jeffrey G. Williamson, « Watersheds and Turning Points: Conjectures on the Long-Term Impact of Civil War Financing », *Journal of Economic History*, vol. 34, n° 3, 1974, p. 636-661. Sur les *greenbacks*, voir Robert Boyer et Benjamin Coriat, « Innovations dans les institutions et l'analyse monétaires américaines : les greenbacks "revisités" », *Annales. Économies, Sociétés, Civilisations*, vol. 39, n° 6, 1984, p. 1330-1359 ; Irwin Unger, *The Greenback Era: A Social and Political History of American Finance, 1865-1879*, Princeton, Princeton University Press, 1964 ; Walter T. K. Nugent, *The Money Question during Reconstruction*, New York, Norton, 1967.

12. N. Barreyre, *L'or et la liberté…*, *op. cit*. La citation, tirée des débats au Congrès, est dans *Congressional Globe*, 40e Congrès, 2e session, 1868, p. 1810.

empêche de penser que seuls les plus riches ont acheté de l'emprunt. Il semble aussi que, par les assurances-vie notamment, les bons du Trésor servent effectivement de revenus à des veuves. Mais par ailleurs, les banques détiennent des bons dans leurs réserves – une obligation légale qui, dans les faits, leur assure une subvention publique récurrente – et le refinancement massif de la dette dès 1866 (cf. *infra*) la déplace en grande partie vers l'Europe et un public bien différent de celui qui a souscrit originellement pendant les années du conflit[13].

Mais l'importance du débat dépasse de loin ce cadre. Ses conséquences politiques vont bien au-delà de la question spécifique de la dette publique[14]. Mais si l'on s'en tient à cette dernière, on constate que ce qui se joue est moins une conception de ce qu'est – ou devrait être – la dette fédérale, que la légitimité redistributrice de l'État. S'opère ici ce que l'on pourrait nommer une « économie politique de concentration du capital ». Les opposants dénoncent ainsi les effets des mesures mises en place : le paiement des intérêts en or et la déflation redistribuent, via les impôts, d'importantes sommes (entre 100 et 140 millions de dollars annuels sur 10 ans) des contribuables vers les porteurs de bons, des consommateurs et travailleurs vers les détenteurs de capital. Cette redistribution vers le haut se double d'une distribution interrégionale également vilipendée, depuis les régions périphériques (Midwest, Sud) vers les centres financiers du pays (New York, Boston, Philadelphie). Cet effet est d'autant plus visible que le paiement des intérêts est utilisé par les protectionnistes pour défendre le maintien des droits de douane au niveau très élevé (et sans précédent) qu'il a atteint pendant la guerre. Principal impôt perçu par l'État fédéral depuis sa création, il est ainsi gardé à des taux très protecteurs contre les importations alors que les autres impôts (notamment l'impôt progressif sur le revenu) sont rapidement démantelés. Pour les opposants à ce système, il semble clair qu'il opère une redistribution de revenus des consommateurs vers les industriels, ce qui facilite la concentration de capital, et une région en profite le plus : le Nord-Est, à nouveau. Un économiste a d'ailleurs calculé que le tarif douanier opérait une redistribution de l'ordre de 8 % du PIB dans ces années[15]. La place de la gestion de la dette publique est donc en cause dans une économie politique où l'État fédéral est au cœur

13. David K. Thomson, « "Like a Cord through the Whole Country": Union Bonds and Financial Mobilization for Victory », *Journal of the Civil War Era*, vol. 6, n° 3, 2016, p. 347-375 ; J. Sexton, *Debtor Diplomacy…*, *op. cit.*

14. Sur cette analyse plus large, N. Barreyre, *L'or et la liberté…*, *op. cit.*

15. Douglas A. Irwin, « Tariff Incidence in America's Gilded Age », *Journal of Economic History*, vol. 67, n° 3, 2007, p. 582-607.

d'un transfert de richesses vers le haut, avec une concentration régionale et urbaine hautement visible[16].

La taille, la structure et la gestion de la dette publique en font ainsi un problème politique incontournable. Mais celui-ci ne prend son sens que dans le contexte plus large des effets de la guerre sur le rôle de l'État fédéral. La remise en cause de la légitimité de ses actions se focalise sur ses effets redistributeurs, socialement et régionalement. La structuration de ces débats explique sans doute pourquoi la mise en avant de l'emprunt public comme plébiscite et la valorisation du rentier comme socle du régime démocratique n'a pas pris, contrairement à la France. Le discours positif et pérenne sur une dette publique bienfaitrice, tenté par Jay Cooke pendant le conflit, s'est éclipsé devant une défense plus classique du crédit de l'État, qui nécessite de payer rubis sur l'ongle mais de n'emprunter que par nécessité. En ce sens, la tentative politique de reforger le lien entre les Américains et leur État central autour du plébiscite financier, potentielle dans les discours sur le patriotisme des souscripteurs, avorte quand le débat se cristallise sur les fonctions redistributrices des politiques publiques.

Sur le moyen terme, la générosité de l'État fédéral lui permettra d'emprunter à des taux toujours plus bas : 3 % à partir des années 1880, et même 2 % au début du XX^e^ siècle[17]. Un crédit impeccable dont d'autres chercheront à profiter. Mais la concentration de capital qu'elle encourage alimente aussi des bulles spéculatives dangereuses, notamment à Wall Street, et une augmentation spectaculaire des inégalités de richesses.

III. LE CRÉDIT EN LEVIER : L'ÉTAT PROMOTEUR

L'emprunt de la guerre de Sécession a eu des effets qui dépassent largement la seule gestion de la dette, de son émission à son remboursement, bien que celle-ci ait été au centre des débats politiques. Or, ces conséquences, parfois non anticipées, vont aussi transformer l'image et le sens de la dette publique aux États-Unis, mais de manière bien plus oblique.

---

16. Sur la redistribution régionale, N. Barreyre, « Les échelles de la monnaie. Souveraineté monétaire et spatialisation de la politique américaine après la guerre de Sécession », *Annales. Histoire, Sciences sociales*, vol. 69, n° 2, 2014, p. 439-468 ; Richard Franklin Bensel, *Yankee Leviathan: The Origins of Central State Authority in America, 1859-1877*, Cambridge, Cambridge University Press, 1990. Sur le tarif douanier, Frank W. Taussig, *The History of the Present Tariff, 1860-1883*, New York, G. P. Putman's Sons, 1888 ; Richard Franklin Bensel, *The Political Economy of American Industrialization, 1877-1900*, Cambridge, Cambridge University Press, 2000, chap. 7.

17. J. Heffer, « L'âge classique de la dette américaine… », art. cit.

Économiquement, les campagnes de souscriptions publiques menées pendant la guerre ont mobilisé et concentré un capital jusque-là épars et dispersé, et ce dans des proportions sans précédent. Rendu liquide, ce capital est introduit dans le circuit économique par le biais des commandes massives de l'État fédéral pendant la guerre, mais aussi par la création monétaire de l'État et des banques. Après la guerre, une grande partie de ce capital est libérée sur des marchés financiers américains en plein essor par les opérations massives de refinancement de la dette. Dès 1866, le Trésor américain cherche à la consolider à des taux moins onéreux que ceux qu'il pouvait obtenir pendant le conflit, en profitant notamment des marchés européens, sur lesquels la grande disponibilité de capital et la victoire de l'Union rendent ces titres attractifs. Dès 1869, 1 milliard de dollars de titres fédéraux sont ainsi détenus en Europe, selon les estimations contemporaines. La loi de 1870 permet d'accélérer ce processus en permettant l'émission d'emprunt directement sur la place de Londres. Ces nouveaux bons mis sur le marché, à des taux d'intérêt variant de 4 à 5 %, permettent de racheter les bons émis à 6 ou 7 % pendant le conflit[18].

Ce refinancement de la dette publique, mené jusqu'à la fin des années 1870, a un profond effet sur les marchés financiers américains. Le premier est un bond en capital disponible. Selon un économiste, peut-être la moitié de la formation de capital dans le pays est attribuable à la gestion de la dette dans ces années, notamment son refinancement en Europe[19]. Wall Street notamment connaît un développement spectaculaire. Si tout le capital libéré par ce transfert européen n'est pas réinjecté dans les marchés financiers, il n'en reste pas moins qu'une bonne partie est réinvestie dans des obligations équivalentes, et en tout premier lieu, avec l'aide des nouveaux banquiers d'affaires qui se multiplient, dans les chemins de fer[20].

Le lien entre dette publique et chemins de fer est triple, dans ces années d'après-guerre. Le premier est direct, et correspond à l'émission par l'État fédéral d'un emprunt spécifique pour subventionner la construction du premier transcontinental. La garantie d'obligations ferroviaires par les gouvernements locaux était déjà pratiquée aux États-Unis depuis les années 1830,

18. *Report of the Special Commissioner of Revenue*, Washington, DC, Government Printing Office, 1869, p. XXVII ; D. K. Thomson, *Bonds of War…*, *op. cit.*, p. 237-294 ; J. Sexton, *Debtor Diplomacy…*, *op. cit.*, p. 190-241.

19. J. G. Williamson, « Watersheds and Turning Points… », art. cit.

20. Robert Sobel, *The Big Board: A History of the New York Stock Market*, New York, Free Press, 1965, chap. 6 ; Sven Beckert, *The Monied Metropolis: New York City and the Consolidation of the American Bourgeoisie, 1850-1896*, Cambridge, Cambridge University Press, 2001.

mais jusqu'à présent Washington était resté à l'écart, même si l'octroi de terres publiques comme incitation à la construction avait commencé dans les années 1850. Pendant la guerre, cependant, le Congrès vote, en 1862 puis 1864, deux lois visant à permettre la construction d'un premier transcontinental qu'il avait été impossible de mener sur initiative purement privée. On assiste ainsi à cette chose extraordinaire qu'est l'émission d'un emprunt public spécifiquement dédié à ce projet en pleine guerre, alors que le gouvernement a déjà du mal à financer les opérations militaires. Au final, quelque 65 millions de dollars seront ainsi émis et prêtés aux six compagnies qui construiront les principales lignes ferroviaires transcontinentales, dont 49 millions à l'Union Pacific et au Central Pacific, en charge de la première. Ces prêts finiront par être remboursés avec intérêts à échéance, mais rapporteront bien plus que le simple apport initial de capital. L'État fédéral verse les intérêts aux souscripteurs pendant 30 ans, prenant à sa charge entière le risque, tout en permettant aux compagnies de ne payer les intérêts qu'à la fin – une subvention indirecte évaluée à 43 millions de dollars. De plus, le prêt public n'est assuré que par une seconde hypothèque sur les avoirs des compagnies, fournissant *de facto* une garantie sur les obligations qu'elles émettent elles-mêmes sur les marchés, qui sont, elles, gagées en première hypothèque[21].

On le voit, le crédit de l'État est tout aussi important dans ce cas-ci que la subvention sonnante et trébuchante. D'ailleurs, les banquiers d'affaires engagés dans le financement ferroviaire ne s'y trompent pas. Jay Cooke, qui se tourne vers l'Europe après-guerre à la fois pour participer au refinancement de la dette et y vendre des obligations, n'hésite pas à mettre en avant son rôle dans le placement des emprunts de guerre de l'Union – un lien souligné par l'ouverture en 1870 d'une filiale à Londres avec Hugh McCulloch, qui vient de quitter son poste de secrétaire au Trésor. Fisk & Hatch, banque d'affaires new-yorkaise qui a participé également aux souscriptions publiques pendant le conflit, fait de même. Plus largement, de nombreux courtiers font le lien entre la popularité des bons du Trésor américains, et donc le crédit de l'État, et les obligations ferroviaires américaines – celles garanties par l'État, mais aussi les autres[22].

---

21. Richard White, *Railroaded: The Transcontinentals and the Making of Modern America*, New York, Norton, 2011, p. 1-38 ; Albert Fishlow, « Internal Transportation in the Nineteenth and Early Twentieth Centuries », *in* Stanley L. Engerman et Robert E. Gallman (dir.), *The Cambridge Economic History of the United States*, Cambridge, Cambridge University Press, vol. 2, 2000, p. 543-642.

22. Voir par exemple les archives de Jay Cooke, Historical Society of Pennsylvania, à Philadelphie.

Enfin, l'héritage de la dette de guerre se voit également dans la méthode, et ce sur deux plans :

– le premier porte sur les réseaux bancaires internationaux que l'emprunt public a permis aux financiers américains de développer. Cela se voit dès la fin de la guerre, et notamment sur les marchés allemands approvisionnés depuis les États-Unis par des marchands immigrés allemands qui mettent ainsi leurs liens transatlantiques à profit pour commencer leur activité bancaire – ainsi Joseph Seligman, Jacob Schiff, Marcus Goldman ou les frères Lehman. Mais c'est surtout dans les consortiums établis pour émettre les bons du Trésor dans les années 1870 que des liens durables se nouent entre des banques d'affaires américaines, notamment à New York, et la haute banque européenne, particulièrement à Londres[23] ;

– le second plan est le recours à la souscription publique, si efficacement systématisée par Jay Cooke pendant la guerre. Dans les années suivantes, elle est étendue à la vente d'obligations ferroviaires – les compagnies privées de ce secteur étant alors les seules à avoir recours à cet instrument. Jay Cooke lui-même finance ainsi la construction du Northern Pacific. Le Central Pacific mène des souscriptions avec succès par l'intermédiaire entre autres de Fisk & Hatch. Auprès du grand public, la réputation de l'État soutient la réputation de ces financiers – qui prennent grand soin à la maintenir. Dans le *boom* économique d'après-guerre, la concurrence à l'investissement de capital dans des obligations est plus grande que pendant le conflit, dont l'économie est plus contrainte. Mais 3 années de campagnes répétées ont éduqué le grand public épargnant à ces instruments, au moins suffisamment pour prendre une certaine habitude à y avoir recours[24]. Les scandales de corruption puis la crise de 1873 y mettront un coup d'arrêt brutal.

Le krach boursier de 1873 est celui de la finance issue de la guerre. Un ensemble de facteurs est en cause, mais l'élément déclencheur est la faillite de Jay Cooke & Co. le 18 septembre 1873, incapable de couvrir son investissement dans le Northern Pacific par la vente d'obligations, qu'il a garanties, auprès du public. Celle-ci a été rendue d'autant plus difficile par les scandales de corruption qui secouent alors le Congrès, dont des membres éminents ont accepté des pots-de-vin, sous forme de titres, de la part de transcontinentaux. Le crédit de l'État tout autant que celui des grandes compagnies prend alors un coup, qui

23. Vincent P. Carosso, *Investment Banking in America: A History*, Cambridge, Harvard University Press, 1970, p. 1-28.

24. *Ibid.* ; R. White, *Railroaded…*, *op. cit.* Sur l'importance de la réputation, Susie Pak, *Gentlemen Bankers: The World of J.P. Morgan*, Cambridge, Harvard University Press, 2013.

sera fatal à la firme de Jay Cooke et, à sa suite, à un grand nombre de banquiers d'affaires, de compagnies ferroviaires et même d'États fédérés, qui doivent faire défaut après avoir imprudemment garanti les obligations de ces dernières[25]. S'ensuit, en réaction politique, la mise en place de mesures visant à bloquer tout investissement public dans les chemins de fer, au niveau de l'État fédéral comme de nombreux États fédérés. En ce sens, le tournant de la guerre dans la dette publique est un changement incomplet, ou avorté. Ce n'est toutefois pas la fin de l'investissement public dans les transports, ni même de l'utilisation de l'instrument spécifique de la dette publique pour la promotion économique directe – en témoigne l'émission d'un emprunt fédéral pour construire le canal de Panama au début du XX^e^ siècle[26]. Mais à partir des années 1870, les emprunts municipaux urbains vont prendre le relais de l'investissement public massif[27]. Sans sous-estimer l'impact fondamental de la dette publique fédérale pendant ces années, sa phase active est restée concentrée sur quelques années. Toutefois, une troisième dimension s'avérera, elle, bien plus durable : celle qui installe l'État fédéral au cœur du nouveau système bancaire national.

IV. LA DETTE PUBLIQUE, INSTRUMENT DE RÉGULATION

L'aspect le plus intrigant de tout l'arsenal financier mis en place par l'Union pour mener la guerre (emprunt, monnaie-papier, impôts et taxes) est la création *ex nihilo* d'un système bancaire national. Depuis qu'Andrew Jackson avait mis son veto au renouvellement de la charte de la Seconde Banque des États-Unis en 1832, le pays s'était retrouvé sans banque centrale, avec un système bancaire particulièrement foisonnant régulé, État par État, dans le plus grand désordre. Les billets émis par ces banques fluctuaient largement selon la réputation des établissements ou celle de l'État qui les régulait, ou encore selon la distance ou simplement la familiarité avec le papier lui-même. Fraudes et

25. N. Barreyre, « The Politics of Economic Crises: The Panic of 1873, the End of Reconstruction, and the Realignment of American Politics », *Journal of the Gilded Age and Progressive Era*, vol. 10, n° 4, 2011, p. 403-423 ; Mark W. Summers, *The Era of Good Stealings*, Oxford, Oxford University Press, 1993 ; Scott R. Nelson, *Iron Confederacies: Southern Railways, Klan Violence, and Reconstruction*, Chapel Hill, University of North Carolina Press, 1999.

26. Julie Greene, *The Canal Builders: Making America's Empire at the Panama Canal*, New York, Penguin Books, 2009.

27. John B. Legler, Richard Sylla et John J. Wallis, « U.S. City Finances and the Growth of Government, 1850-1902 », *Journal of Economic History*, vol. 48, n° 2, 1988, p. 347-356 ; J. J. Wallis, « American Government Finance in the Long Run: 1790 to 1990 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n° 1, 2000, p. 61-82.

contrefaçons étaient courantes. La guerre empire ces conditions, entraînant la faillite de nombreuses banques, notamment dans le Midwest, et la suspension de la convertibilité en espèces des billets des institutions même les plus solides[28]. Confrontés à cette situation, le secrétaire au Trésor Salmon Chase et le Congrès républicain mettent en place une réforme bancaire ambitieuse, qui vise autant à alimenter la circulation monétaire qu'à placer l'emprunt public. Le système bancaire national ainsi créé et amendé par lois successives de 1863 à 1865 met en place une organisation pyramidale de banques à charte fédérale. Chaque établissement doit investir un minimum de 30 000 $ et d'un tiers de son capital en bons du Trésor ; ceux-ci doivent être déposés auprès du Trésor américain qui, en échange, remet une émission de billets de banque à hauteur de 90 % de la valeur faciale du dépôt. Un plafond global d'émission de ces billets est instauré en 1863, mais relevé plusieurs fois jusqu'à être supprimé en 1875. Les billets des banques régulées par les États fédérés sont, eux, taxés fortement pour les faire disparaître de la circulation[29].

Ce nouveau système est d'abord une réforme monétaire, d'ailleurs, Chase le préconisait à la place de la création des *greenbacks*, et non en complément. De fait, le système bancaire national donne aux États-Unis, pour la première fois, une circulation bancaire uniforme, en ce sens que les billets sont reçus partout à leur valeur faciale, même si techniquement ils n'ont pas cours légal, contrairement aux *greenbacks*. Or, la valeur de ces billets est purement fiduciaire, puisqu'elle repose entièrement sur le crédit de l'État fédéral, et la confiance que ses dettes seront honorées. En plaçant les bons du Trésor au cœur des réserves légales du système, l'État s'engage implicitement à conserver une partie de sa dette indéfiniment – une part d'ailleurs appelée à croître au fur et à mesure que les besoins de l'économie en monnaie se développent. On sort ici de la conception classique de la dette publique, qui veut que cette dette ne serve qu'à des levées de fonds extraordinaires et ponctuelles, ensuite promptement remboursées. Elle devient alors un instrument monétaire privilégié de régulation du secteur bancaire.

Ce nouveau système ne va pas de soi politiquement, et suscite de nombreuses oppositions. Dès ses débuts, certains l'accusent de faire des banquiers

---

28. Stephen Mihm, *A Nation of Counterfeiters: Capitalists, Con Men, and the Making of the United States*, Cambridge, Harvard University Press, 2007 ; F. Redlich, *The Molding of American Banking…*, *op. cit.*, vol. 1.

29. N. Barreyre, *L'or et la liberté…*, *op. cit.*, p. 58-59, 73, 74 ; John A. James, *Money and Capital Markets in Postbellum America*, Princeton, Princeton University Press, 1978, p. 74-78 ; Hugh Rockoff, « Banking and Finance, 1789-1914 », *in* S. L. Engerman et R. E. Gallman (dir.), *The Cambridge Economic History of the United States*, *op. cit.*, vol. 2, p. 643-684.

une classe privilégiée, ne serait-ce que parce que le versement semi-annuel d'intérêts sur la réserve légale ressemble à une subvention publique : la politique de déflation, qui renchérit ces intérêts, ne serait-elle pas le résultat de l'influence d'un lobby financier ? Plus largement, les débats politiques autour des *greenbacks* dans les années 1870, puis autour de l'étalon-argent dans les années 1890, tournent tous autour de la place des banques dans la production monétaire. Ceux qui réclament davantage de circulation monétaire identifient correctement deux phénomènes :

– d'une part, une adhérence stricte à l'étalon-or a des effets déflationnistes, alors que l'Europe abandonne le bimétallisme et qu'aucune découverte de gisement ne vient compenser la plus forte demande dans ce métal ;

– d'autre part, la structure pyramidale du système bancaire national (en trois niveaux de réserve centrés sur New York) draine les ressources monétaires du pays vers le nord-est et renchérit le coût du crédit ailleurs.

Leurs solutions – augmenter l'émission de *greenbacks* dans un premier temps ; rétablir la libre frappe de l'argent, abolie en 1873, dans un second temps – sont pourtant combattues vigoureusement comme dangereusement inflationnistes, et donc irresponsables, par les financiers et les économistes classiques, et à leur suite par la majorité des conservateurs américains[30].

Ainsi les questions de la monnaie, du nouveau système bancaire national et de la dette publique américaine sont étroitement liées pendant les décennies qui suivent la guerre de Sécession, tant dans le débat politique que dans les modes de régulation du Trésor américain. Si ce dernier n'est ainsi pas une banque centrale, il peut néanmoins en prendre certaines fonctions. Ainsi intervient-il régulièrement sur les marchés financiers pour éviter ou résoudre des paniques, comme c'est le cas par exemple :

– lors de la spéculation de 1869 « Gold Corner » ;

– lors du krach de 1873 ;

– dans les années 1890, après la crise de 1893 ;

– pendant le krach de 1907, même, dont la résolution, souvent attribuée au sang-froid décisif de J.P. Morgan, doit en fait beaucoup au Trésor, qui mobilise des ressources bien plus considérables.

L'instrument privilégié de ces interventions est le rachat de titres de dette publique, qui permet de remettre parfois massivement des espèces en circulation.

---

30. N. Barreyre, « Les échelles de la monnaie… », art. cit. ; Gretchen Ritter, *Goldbugs and Greenbacks: The Antimonopoly Tradition and the Politics of Finance in America*, Cambridge, Cambridge University Press, 1997.

L'autre levier de stabilisation monétaire est l'émission de nouveaux emprunts sur les marchés européens pour acheter de l'or pour les réserves du Trésor, utilisé à plusieurs reprises :

– dans la politique du secrétaire au Trésor John Sherman en 1877-1878, afin de préparer le retour à la convertibilité des *greenbacks* ;

– lors de l'émission de plusieurs emprunts à partir de 1895 afin de stabiliser les échanges entre pièces d'argent et pièces d'or, puis de mettre en place le passage définitif à l'étalon-or en 1900 (et la fin du « bimétallisme boiteux » qui prévaut depuis 1878)[31].

Ces interventions font souvent polémique et produisent des réactions politiques parfois brutales : la pratique de Hugh McCulloch d'autoriser Jay Cooke à des rachats secrets de bons du Trésor pour empêcher les spéculations sur l'or, entre 1865 et 1869, est dénoncée comme de la manipulation utilisant l'État pour favoriser certaines parties contre d'autres. Son successeur, George Boutwell, décide alors d'annoncer publiquement à l'avance toutes les opérations du Trésor sur les marchés, mais il rend alors possible l'organisation de la spéculation sur l'or, qui faillit faire s'effondrer Wall Street en 1869. De même, alors que de nombreux financiers appellent, dans la panique, le Trésor à sauver la bourse suite à la faillite de Jay Cooke & Co. en septembre 1873, beaucoup n'hésiteront pas à dénoncer, par la suite, l'ineptie des agents du gouvernement (dont la nomination est politique) et chercheront à limiter les possibilités d'action de l'État – ce qu'ils réussissent partiellement[32].

De fait, l'État fédéral n'a de politique active de gestion bancaire et monétaire que par intermittence, au gré des conditions économiques et des fluctuations politiques. Mais la place centrale que tient sa dette l'oblige à la surveillance du secteur et à réagir aux changements de pratiques. Ainsi le contrôleur de la monnaie établit-il un rapport détaillé annuel sur l'ensemble des banques nationales – un suivi statistique nouveau et considérable[33]. De même le Trésor doit-il réagir aux tensions qui apparaissent entre le maintien du système bancaire national et le prompt remboursement de la dette publique. Le secrétaire au Trésor doit

---

31. George S. Boutwell, *Reminiscences of Sixty Years in Public Affairs*, New York, McClure, Phillips & Co., vol. 2, 1902, p. 164-182 ; N. Barreyre, « The Politics of Economic Crises… », art. cit. ; J. Heffer, « L'âge classique de la dette américaine… », art. cit. ; lettres de la Clearinghouse de Philadelphie (29 octobre 1907) et de George Roberts (24 novembre 1907) à George B. Cortelyou (secrétaire au Trésor), Cortelyou Papers, boîtes 16 et 20, Library of Congress, Manuscript Division.

32. G. S. Boutwell, *Reminiscences of Sixty Years in Public Affairs*, *op. cit.*, p. 139-141 ; H. M. Larson, *Jay Cooke, Private Banker*, *op. cit.*, p. 220-222 ; *Bankers' Magazine*, octobre 1873 ; R. F. Bensel, *Yankee Leviathan…*, *op. cit.*

33. *Annual Report of the Comptroller of the Currency*, Washington, DC, Government Printing Office, 1863.

ainsi autoriser l'émission de bons temporaires pour préserver les réserves légales des banques quand l'emprunt de guerre arrive à échéance dans les années 1880. Or, la baisse tendancielle des taux payés par les États-Unis et le développement d'autres instruments financiers incitent les banques nationales à réduire leurs réserves en bons du Trésor, diminuant d'autant la circulation de leurs billets et exacerbant le manque (régional) de liquidités : par ricochet, la réaction populiste poussera le Congrès à augmenter la frappe de pièces d'argent en 1890. Aussi le Trésor, à partir de ces années, va-t-il élargir progressivement la liste des obligations publiques qui peuvent servir de réserve bancaire, à savoir :

– les bons publics servant à subventionner les transcontinentaux ;

– puis d'autres titres publics des États fédérés, voire des municipalités ;

– des titres privés, même, à partir de la loi de 1908 (prise en urgence après la crise de 1907).

Quand le système de la Réserve fédérale est introduit en 1912 pour remplacer un système bancaire national à bout de souffle, la liste des titres qui pouvant constituer sa réserve est ainsi conçue dans la lignée de ces évolutions[34].

Dans sa conception comme dans la pratique, le système bancaire national place ainsi la dette publique fédérale au cœur de la régulation monétaire et bancaire du pays. Les fluctuations de la pratique, comme la tension entre la volonté de réduire la dette et la nécessité de développer le secteur bancaire, montrent que la politique économique fédérale, dans son ensemble, n'est pas complètement cohérente sur toute la période – d'autant plus qu'elle est fortement contestée politiquement. Elle pointe à une double conclusion, toutefois :

– la première est que la dette publique a changé de sens politique avec la guerre de Sécession, car elle vient justifier un rôle central et soutenu de l'État fédéral dans l'économie nationale, en fondant sa monnaie et son secteur bancaire, au moins en partie, sur son crédit ;

– la seconde est que l'État fédéral est plus que cet « État développeur » auquel les politistes l'ont souvent cantonné, ne voyant l'essor d'un « État administratif » qu'au tournant du XX^e^ siècle[35].

---

34. Voir par exemple les archives de la Bank of North America, notamment vol. 20-21, Historical Society of Pennsylvania ; J. Laurence Laughlin, « The Aldrich-Vreeland Act », *Journal of Political Economy*, vol. 16, n° 8, 1908, p. 489-513.

35. Stephen Skowronek, *Building a New American State: The Expansion of National Administrative Capacities, 1877-1920*, Cambridge, Cambridge University Press, 1982 ; R. F. Bensel, *The Political Economy of American Industrialization…*, *op. cit.* ; Brian Balogh, *A Government Out of Sight: The Mystery of National Authority in Nineteenth-Century America*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, chap. 8.

Comme on le voit ici, des modes de régulation se mettent en place, qui ne mobilisent pas forcément de nombreux agents publics mais n'en sont pas moins puissants. Dans ce cas-ci, la dette publique n'est plus un mode de financement de l'État, mais un instrument de régulation bancaire et d'intervention sur les marchés qui lui donne une importance dépassant son simple montant nominal.

V. DES SIGNIFICATIONS POLITIQUES DE LA DETTE PUBLIQUE

La Sécession est sans doute la crise politique la plus sérieuse qu'ont connue les États-Unis dans leur histoire nationale, et dont ils subissent encore les conséquences un siècle et demi plus tard. La gravité de cette crise explique en grande partie que la dette publique, contractée pour mener la guerre, a changé elle aussi de sens. Car elle n'est pas, et ne saurait être, qu'une réalité purement économique, un instrument financier neutre. Dans les débats de la jeune République, elle était devenue un instrument de la puissance impériale, dans la lignée des États militaro-fiscaux européens. L'État fédéral n'empruntait qu'en cas de guerre, ou pour financer l'expansion territoriale par les armes ou par achat (on pense à la vente de la Louisiane en 1804). Puis il remboursait avec constance et détermination, jusqu'à faire disparaître brièvement sa dette en 1835-1837. Si des autorités publiques s'endettaient pour d'autres raisons, c'était au niveau des États fédérés[36].

Lors de la guerre de Sécession, nombreux sont ceux qui voient la dette dans cette continuité. Mais les conditions de l'emprunt ont changé, aussi bien dans son volume que son placement par souscription publique. Et la place que la dette occupe désormais dans un État fédéral renforcé par le conflit en transforme les significations politiques :

– certaines dettes sont éphémères, car elles rencontrent une réaction politique forte : c'est le cas de l'emprunt public comme levier d'un activisme économique interventionniste ;

– d'autres restent durablement : la dette publique fédérale, bien qu'elle soit remboursée avec détermination « à l'ancienne » sur sa plus grande partie, devient ainsi en même temps un instrument pérenne de régulation bancaire nationale et, à travers elle, un enjeu central de la politique monétaire américaine.

---

36. Max M. Edling, *A Revolution in Favor of Government: Origins of the U.S. Constitution and the Making of the American State*, Oxford, Oxford University Press, 2003 ; M. M. Edling, *A Hercules in the Cradle…, op. cit.* ; J. Heffer, « L'âge classique de la dette américaine… », art. cit.

Loin de rester cantonnée dans les sphères techniques, elle fait partie des sujets débattus âprement lors des élections les plus disputées. À ce titre, elle devient la synecdoque de la puissance nouvelle de l'État fédéral, le bras financier de son interventionnisme. On découvre alors que, loin de retourner à un « laisser-faire » classique, l'État organise et régule tout autant qu'il promeut le développement, et ce bien avant le fameux « tournant administratif ».

Lorsque l'on évoque l'emprunt public et la souscription de masse aux États-Unis, on songe surtout à la Première Guerre mondiale[37]. Or, une grande partie des techniques et des politiques étaient alors déjà en place. Toutefois, la Grande Guerre transformera, à son tour, la dette publique américaine et la place des États-Unis dans l'économie financière globale. Un tournant qui, comme celui de la guerre de Sécession, ne se comprendra que par le sens politique que les acteurs, souvent dans des oppositions vives, lui donneront – car c'est lui qui structure et contraint l'action même de l'État.

37. Julia C. Ott, *When Wall Street Met Main Street: The Quest for an Investors' Democracy*, Cambridge, Harvard University Press, 2011.

LE DÉBAT SUR LA DETTE PUBLIQUE EN ALLEMAGNE FÉDÉRALE DANS LES ANNÉES 1970 : UNE CRISE POLITIQUE FONDATRICE ?

Mathieu DUBOIS

Largement présente dans l'actualité économique depuis un demi-siècle, la dette publique est devenue une thématique récurrente du débat public depuis les années 1970-1980. Cet intérêt pour la question s'explique bien entendu par l'évolution des réalités économiques, avec la croissance rapide de l'endettement public durant la période, mais également par son appropriation par le discours politique à travers l'exploitation de ce thème dans la plupart des pays d'Europe occidentale. La dette publique a ainsi régulièrement constitué un facteur de crise politique sans forcément qu'il existe une réelle crise de la dette du point de vue des finances publiques. Se trouve ainsi posée la question du seuil d'acceptabilité de la dette dans la société civile, la détermination des limites de la dette étant fonction à la fois d'un contexte économique, mais également de déterminants relevant de la culture politique et économique des pays.

L'Allemagne fédérale en constitue sans aucun doute l'un des meilleurs exemples, en raison notamment du seuil particulièrement bas d'acceptabilité de la dette dans l'opinion publique et la classe politique[1]. Le débat sur la dette y fut l'un des éléments récurrents d'une série de crises politiques entre le milieu des années 1960 et le milieu des années 1980. Il est vrai que ces questions étaient brutalement entrées dans l'actualité après la fin du « miracle économique » et la dégradation du contexte économique international – avec la crise du système monétaire – et national – avec trois récessions successives en 1966, 1975 et 1979. Cette dégradation des réalités économiques eut un impact politique d'autant plus fort que l'économie constituait un enjeu spécifique pour la jeune République fédérale, dont la stabilité politique s'était fondée dans les

1. Sur l'histoire de la dette en Allemagne, voir notamment Hans-Peter Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat. Geschichte der öffentlichen Finanzen*, Munich, Beck, 2005. Voir également Rolland Sturm, *Staatsverschuldung. Ursachen, Wirkungen und Grenzen staatlicher Verschuldungspolitik*, Opladen, Leske+Budrich, 1993 et Marc Hansmann, *Vor dem dritten Staatsbankrott? Der deutsche Schuldenstaat in historischer und internationaler Perspektive*, Munich, Oldenburg, 2012.

années 1950 sur sa réussite économique. Stabilité politique et stabilité économique semblaient alors liées dans l'esprit de nombreux Allemands.

Jusqu'au milieu des années 1960, l'Allemagne fédérale devait ainsi rester un pays exemplaire en matière de limitation de la dette publique en Europe et dans le monde. Le consensus partagé par l'opinion publique, la classe politique et les experts entretenait un faible niveau d'endettement, en dépit d'un niveau de dette déjà plus faible que dans d'autres pays comme les États-Unis ou la Grande-Bretagne. Cette situation était le résultat du paiement anticipé de la dette extérieure héritée de la période nazie et d'un refus de l'endettement lié à la mémoire de l'histoire économique du pays. L'hyperinflation de 1923 autant que les manipulations financières du IIIe Reich avaient suscité une aspiration durable à la stabilité monétaire qui entretenait le rejet de la dette comme instrument de politique économique[2]. L'annulation de la dette de l'État allemand à deux reprises au cours du XXe siècle, en 1918 et en 1948, contribuait également à la méfiance à l'égard de cet instrument. Enfin, la dette signifiait aussi un empiétement de l'État dans la vie économique et la compression des moyens financiers des acteurs économiques privés qui revenaient à une subordination de l'économie à la politique rappelant encore trop la gestion de l'économie du pays par le régime nazi. La mémoire de l'histoire économique allemande expliquait ainsi le faible seuil d'acceptabilité de l'endettement public en République fédérale dans les deux premières décennies d'après-guerre. La stabilité financière de l'État et l'équilibre budgétaire étaient inscrits dans la Loi fondamentale de la République adoptée en 1949. L'endettement annuel y était explicitement limité à un quart du budget et ne devait servir qu'à financer des « besoins exceptionnels »[3]. Une vision libérale de la dette rejetant strictement le financement du déficit par l'endettement s'imposa ainsi jusqu'à la seconde moitié des années 1960 et, au-delà, marquant jusqu'à nos jours les débats politiques sur la question en Allemagne.

Les crises de 1966 et des années 1970 devaient toutefois remettre en question ce consensus et susciter un débat profond autour du rôle de l'État et des pouvoirs publics dans la société. Transcendant en partie les clivages politiques établis, ce débat fut l'un des éléments fondamentaux d'une série de crises politiques

2. Parmi l'importante bibliographie sur l'économie allemande, nous renverrons simplement ici à quelques titres sur la seconde moitié du XXe siècle : Gerhard Bökenkamp, *Das Ende des Wirtschaftswunders. Geschichte der Sozial-, Wirtschafts- und Finanzpolitik in der Bundesrepublik 1969-1998*, Stuttgart, Lucius und Lucius, 2010 et Werner Abelshauser, *Die deutsche Wirtschaftsgeschichte. Von 1945 bis zur Gegenwart,* Munich, Beck, 2011 ; en français, voir Michel Hau, *Histoire économique de l'Allemagne aux XIXe-XXe siècles*, Paris, Economica, 1999.

3. Grundgesetz der Bundesrepublik Deutschland in ihrer Fassung vom 23. Mai 1949, articles 111 et 115.

qui agitèrent la vie politique allemande au cours de la période. De la chute du gouvernement Erhard en 1966 à celle du gouvernement Schmidt en 1982, la politique financière de l'État fédéral et, en particulier, son endettement croissant furent au cœur des campagnes électorales et des principaux changements politiques. Cette politique fut le facteur commun des crises qui aboutirent successivement à la dissolution du Bundestag en 1972 ainsi qu'aux deux seuls votes de défiance constructifs de l'histoire de la République fédérale en 1972 et 1982. Si le débat sur la dette ne fut pas l'unique cause de ces crises, qui restent souvent appréhendées par d'autres facteurs, il n'en constitua pas moins un élément structurant du débat public et du contexte de tension politique qui caractérisait la jeune démocratie ouest-allemande dans les années 1970.

Le cas de l'Allemagne fédérale illustre ici une crise politique aux conséquences durables provoquée par l'endettement, alors même que le pays ne se trouvait pas dans une situation de surendettement. Cette crise trouvait son origine dans la normalisation progressive de l'endettement public (I) ; le débat sur la dette conduisit alors à une série de crises marquantes pour la vie politique ouest-allemande (II), dont certaines conséquences devaient demeurer pour la culture politique et financière de la République fédérale (III).

I. LES ORIGINES DE LA CRISE : LA NORMALISATION DE L'ENDETTEMENT PUBLIC DANS LES ANNÉES 1970

Le débat sur l'endettement public dans la société ouest-allemande a été alimenté, à partir du milieu des années 1960, par un tournant dans la politique financière de l'État fédéral et des pouvoirs publics. La croissance rapide de l'endettement caractérise en effet la période 1966-1983. Durant ces deux décennies, la République fédérale connut la plus forte augmentation de sa dette publique en temps de paix, si l'on fait exception de la période qui suivit immédiatement la réunification. Cette croissance contrastait avec la politique menée à partir des années 1950 qui avait fait une vertu de l'équilibre et même des excédents budgétaires[4]. À la suite des accords de Londres signés en 1953[5], le gouvernement Adenauer était parvenu à rembourser progressivement la dette extérieure héritée du III^e^ Reich. Pourtant, à partir de la seconde moitié des années 1960, la dette de l'État fédéral, des Länder et des collectivités locales

4. H.-P. Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat…, op. cit.*, p. 188-189.
5. Ursula Rombeck-Jaschinski, *Das Londoner Schuldenabkommen. Die Regelung der deutschen Auslandsschulden nach dem Zweiten Weltkrieg*, Munich, Oldenbourg, 2005.

comme organismes publics quintupla, passant de 126 milliards de deutschemarks en 1970 à 256 en 1975, puis 615 en 1982[6]. Le taux d'endettement public s'éleva de 17 à 20 % dans les années 1960, avant de doubler ensuite pour atteindre 39 % en 1982[7]. L'endettement annuel de l'État fédéral battit régulièrement des records, de 9 milliards en 1970 à 77 milliards en 1981[8].

Si ce recours de plus en plus massif à l'endettement public était favorisé par le contexte financier international, il reflétait aussi la hausse rapide des dépenses publiques ouest-allemandes. Le niveau de dépense publique passa de 35 % à la fin des années 1950 à 50 % au milieu des années 1970[9]. Cette hausse dépassait l'augmentation pourtant continue des recettes garantie par la croissance du nombre d'actifs et la hausse régulière des contributions[10]. Alors que les hausses de dépenses des années 1969-1974 avaient encore été largement financées par une augmentation rapide des impôts et des cotisations, l'idée que les limites de ces contributions avaient été atteintes dans un contexte de crise aboutit à une réforme fiscale et au financement de la politique anticrise par l'endettement public[11]. La crise économique des années 1974-1975 constitua ainsi le tournant majeur de l'endettement public en Allemagne fédérale en entraînant des baisses de recettes et des hausses de dépenses sociales qui légitimèrent le recours systématique à la dette pour éviter de faire peser le poids de la crise sur les contribuables et les cotisants.

En quelques années, la dette publique devait devenir le principal instrument financier de la politique anticrise de l'État fédéral et des Länder, mais aussi un outil de financement pérenne de nouvelles dépenses publiques introduites dans les années précédentes pour approfondir l'État social. Ce fut notamment le cas :

– de la mise en place d'un système de retraites par répartition en 1957 ;

– du développement des services publics, dont les effectifs s'accrurent de 150 % entre 1963 et 1972, en particulier dans le domaine de l'enseignement[12] ;

– de l'augmentation régulière des dépenses de sécurité sociale, qui progressèrent de 14 % par an entre 1969 et 1974[13].

---

6. H.-P. Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat…, op. cit.*, p. 203-204.
7. *Ibid.*, p. 204.
8. Andreas Wirsching, *Abschied vom Provisorium*, Stuttgart, DVA, 2006, p. 266-267.
9. H.-P. Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat…, op. cit.*, p. 197.
10. G. Bökenkamp, *Das Ende des Wirtschaftswunders…, op. cit.*, p. 13-14.
11. *Ibid.*, p. 98-99.
12. Parlamentsarchiv, Haushaltausschuss-Kurzprotokolle, 6. Bundestag (7.) Band 6, 87. Sitzung, 15 juin 1972, p. 39.
13. G. Bökenkamp, *Das Ende des Wirtschaftswunders…, op. cit.*, p. 90.

Par ailleurs, la crise économique des années 1970 fit rapidement exploser les dépenses des assurances chômage à plus d'un milliard de deutschemarks par an, contraignant l'État fédéral à intervenir massivement et dans l'urgence[14]. Dès 1975, les dépenses sociales atteignaient 27,8 % du budget fédéral[15].

Si cette évolution était largement commune à nombre de pays occidentaux, elle était plus marquée dans certains domaines en Allemagne fédérale du fait d'un approfondissement plus tardif de l'État social après-guerre, d'un *baby-boom* décalé d'une décennie et du refus de l'endettement jusqu'au milieu des années 1960. Ces facteurs expliquent en partie la croissance particulièrement rapide de l'endettement public en République fédérale dans les années 1966-1983. Certes, le taux d'endettement de la République fédérale en 1982 (39 %) demeurait limité par rapport aux autres grands pays de l'OCDE, seule la France ayant alors un taux plus faible (28 %) ; mais il avait augmenté de 20 points en 10 ans, contre 2 en France et un recul de 22 % en Grande-Bretagne[16]. Le niveau de dépenses publiques avait atteint 50 % du PIB au début des années 1980, soit 12 points de plus que la moyenne de l'OCDE[17]. Davantage que le montant de celui-ci, c'était donc avant tout la vitesse de l'endettement qui inquiétait : modèle d'équilibre financier au milieu des années 1960, la République fédérale était en passe de devenir un modèle d'endettement deux décennies plus tard.

Les comparaisons internationales jouèrent un rôle important dans le débat public en faveur d'une normalisation de la dette en République fédérale[18]. Au tournant des années 1960-1970, elles soulignaient ainsi principalement le retard de l'Allemagne fédérale par rapport à d'autres pays, en particulier anglo-saxons, dans la gestion des budgets publics et le recours à l'endettement[19]. Le manque d'expérience des Allemands de l'Ouest sur les marchés financiers était déploré par les experts ouest-allemands eux-mêmes. L'absence d'une culture de la dette

---

14. Parlamentsarchiv, Haushaltausschuss-Kurzprotokolle, 9. Bundestag (8.) Band 2, 28. Sitzung, 22 octobre 1981, intervention de Hans Matthöfer, p. 21.

15. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, *Jahresgutachten 1975/1976*, Stuttgart, Metzler-Poeschel, 1975, p. 97.

16. Hans-Peter Ullmann, « La fin de l'illusion de la dette en République fédérale d'Allemagne au sortir des années 1970 », *Histoire, économie et société*, vol. 35, n° 2, 2016, p. 99.

17. *Ibid.*, p. 98.

18. Rolf Caesar, « Öffentliche Verschuldung in Deutschland seit der Weltwirtschaftskrise », *in* Dietmar Petzina (dir.), *Probleme der Finanzgeschichte des 19. Und 20. Jahrhunderts*, Berlin, Schriften des Vereins für Socialpolitik, 1989, p. 9-55.

19. Il est intéressant de souligner que la France était souvent absente des comparaisons internationales en Allemagne fédérale, contrairement aux États-Unis et à d'autres pays européens comme la Grande-Bretagne, la Belgique, les Pays-Bas ou encore la Suisse. Davantage encore que la situation économique française, qui n'apparaissait pas favorable, les Allemands considéraient alors sa politique budgétaire recherchant l'équilibre comme obsolète.

dans le domaine public comme privé apparaissait selon eux comme préjudiciable à l'économie allemande. Cette idée était d'ailleurs régulièrement répétée par certains partenaires commerciaux de l'Allemagne, qui voyaient dans la trop grande rigueur budgétaire de la principale économie européenne une source des déséquilibres commerciaux et monétaires du tournant des années 1960-1970. Pas assez endettée dans les années 1950-1960, l'Allemagne fédérale devait effectuer un rattrapage, non seulement dans son intérêt, mais également dans celui du système monétaire international.

II. LE DÉBAT SUR LA DETTE : UNE CRISE POLITIQUE

Question technique intéressant essentiellement les experts des finances publiques jusqu'au milieu des années 1960, la dette publique devint en deux décennies un problème largement débattu dans l'espace public ouest-allemand. La classe politique dans son ensemble et l'opinion publique s'emparèrent de la question à mesure de la croissance de l'endettement public, suscitant un débat qui joua un rôle récurrent avec d'importantes conséquences pour la vie politique du pays dans les années 1970-1980.

A. Normaliser la dette en République fédérale : un consensus initial

Ce débat s'amorça autour d'une critique politique forte des années 1968 en Allemagne de l'Ouest : l'idée d'une démocratie inachevée[20]. Dans le domaine économique, cette idée s'appuyait notamment sur l'image d'un retard accumulé durant la période de reconstruction et de mise en place de la démocratie après-guerre, en particulier dans le domaine de l'éducation, de l'université, des services publics et des infrastructures[21]. Cette critique était notamment influencée par les thèses développées par John Kenneth Galbraith dans *L'Ère de l'opulence* sur la « richesse privée » et la « pauvreté publique[22] ». Ces réflexions furent reprises par des responsables politiques du Parti social-démocrate (SPD)

20. Sur les années 1968 en Allemagne, voir notamment Ingrid Gilcher-Holtey, *1968. Eine Zeitreise*, Francfort, Suhrkamp, 2008 et Gerd-Rainer Horn, *The Spirit of '68: Rebellion in Western Europe and North America, 1956-1976*, Oxford University Press, Oxford, 2007. Sur les aspects économiques et monétaires, voir également Mathieu Dubois, *Les conséquences économiques de Mai 68 : du désordre social français à l'ordre monétaire européen*, Bruxelles, Peter Lang, 2018.

21. G. Bökenkamp, *Das Ende des Wirtschaftswunders…, op. cit.*, p. 86.

22. John K. Galbraith, *The Affluent Society*, Londres, Hamish Hamilton, 1958 ; trad. allemande : *Gesellschaft im Überfluß*, Munich, Knaur, 1959.

dans une logique néokeynésienne. Ce fut notamment le cas du futur ministre du Travail, Herbert Ehrenberg (1976-1982), dont le livre *Zwischen Marx und Markt* soulignait en 1974 la faiblesse des investissements publics et appelait à mener « une politique économique orientée vers les infrastructures et la redistribution[23] ». L'un des éléments clés de cet argumentaire était la faiblesse de l'endettement de la République fédérale par rapport aux autres grandes démocraties occidentales. L'endettement devait permettre de financer les réformes nécessaires pour fonder durablement une démocratie politique et sociale qui profiterait aux générations futures. Cette fondation durable de la démocratie justifiait d'en faire porter le financement sur plusieurs générations et légitimait du point de vue politique l'endettement, à condition qu'il serve à financer des investissements. Il s'agissait là d'une rupture radicale avec l'ordo-libéralisme qu'avait fait prévaloir jusque-là Ludwig Erhard en tant que ministre de l'Économie (1949-1963) puis chancelier (1963-1966).

Portée par un courant de réflexion politico-économique, l'idée d'une Allemagne de l'Ouest sous-endettée gagna rapidement du terrain, grâce notamment au soutien d'un nombre croissant d'experts économiques qui avaient la confiance de l'opinion et de la classe politique. La période était en effet marquée par l'impression d'une maîtrise nouvelle par les experts des outils économiques et financiers propres à rassurer les décisionnaires politiques[24]. Très écoutée par l'opinion depuis sa création en 1957, la Bundesbank adopta progressivement des positions favorables à un certain degré d'endettement public[25]. Il en alla de même du Conseil des experts économiques (*Sachverständigenrat*), organe scientifique indépendant fondé en 1963 pour évaluer chaque année l'évolution économique du pays, qui préconisait alors de faire de l'endettement un instrument d'une politique financière à moyen et long terme (*Mittelfristige Finanzplanung*), et non plus un simple expédient servant à combler les déficits[26].

Cette évolution de la perception de la dette dans les milieux économiques eut une forte influence sur celle des milieux politiques. Dès 1965-1966, le

23. Herbert Ehrenberg, *Zwischen Marx und Markt. Konturen einer Infrastrukturorientierten und Verteilungswirksamen Wirtschaftspolitik*, Francfort, Büchergilde Gutenberg, 1974.

24. Alexander Nützenadel, *Die Stunde der Ökonomen*, Göttingen, Vandenhoeck & Ruprecht, 2005 ; Tim Schanetzky, *Die große Ernüchterung: Wirtschaftspolitik, Expertise und Gesellschaft in der Bundesrepublik 1966 bis 1982*, Berlin, Akademie, 2007.

25. Voir notamment à ce sujet les mémoires de son futur président Otmar Emminger, *D-Mark, Dollar, Währungskrisen. Erinnerungen eines ehemaligen Bundesbankpräsidenten*, Stuttgart, Deutsche-Verlags-Anhalt, 1986.

26. Voir en particulier le rapport de 1967 : Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, *Jahresgutachten 1975/1976*, Stuttgart, Metzler-Poeschel, 1975, p. 79-85 et 215-220.

gouvernement Erhard ne put maintenir l'équilibre budgétaire suite aux promesses électorales de baisses d'impôts et de hausses salariales qu'il fallait honorer. L'année suivante, la crise économique qui frappa l'Allemagne fédérale incita le gouvernement de grande Coalition dirigé par Kurt Georg Kiesinger – réunissant l'Union chrétienne-démocrate (CDU) et l'Union chrétienne-sociale (CSU), d'une part, et le SPD, d'autre part – à amorcer un changement durable dans la politique financière de l'État fédéral dans une logique de relance keynésienne. La loi de stabilité et de croissance de l'économie adoptée en juin 1967 autorisait notamment un endettement public plus important en cas de crise économique. Modifiant la Loi fondamentale, elle autorisait désormais l'État fédéral à s'endetter au-delà de l'investissement en cas de « déséquilibre économique[27] ». La notion était suffisamment floue et sujette à discussion pour faire de la dette un instrument financier de plus en plus normal à la suite de la dégradation du contexte économique dans les années 1970. Non sans débats internes, les principaux partis de gouvernement se convertirent ainsi rapidement à une politique d'endettement[28].

Dès lors, la normalisation de la dette dans la société devint un objectif majeur de la propagande gouvernementale et d'une large partie de la classe politique dans le but de convaincre une opinion publique réticente qu'un peu de dette pouvait être utile à la croissance. Des deux côtés de l'échiquier politique, certains courants étaient particulièrement favorables à l'endettement, tels que des cercles sociaux de la CDU/CSU, qui considéraient la dette comme un moyen de garantir l'emploi et les aides sociales[29]. Allant plus loin, certains experts de la gauche du SPD demandaient le financement de la consommation privée par l'endettement public. Selon eux, le ralentissement général de la croissance à partir de la fin des années 1960 s'expliquait par un recul durable de l'investissement privé à la fin de la phase de reconstruction, qui justifiait une prise de relais par l'investissement public. S'inspirant du monétarisme de Milton Friedman, ils défendaient l'idée que la dette n'entraîne pas l'inflation si elle est financée sur le marché en capital. Herbert Giersch résumait cette idée par la formule : « Les impôts rendent les citoyens plus pauvres, les dettes les rendent plus riches[30] ». L'idée d'un financement de la consommation privée par la dette publique demeurait toutefois très controversée au sein même du SPD[31].

---

27. Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft vom 8. Juni 1967.
28. G. Bökenkamp, *Das Ende des Wirtschaftswunders…, op. cit.*, p. 16.
29. Voir notamment les prises de position du CSA dans le *Frankfurter Allgemeine Zeitung* du 14 juillet 1975.
30. G. Bökenkamp, *Das Ende des Wirtschaftswunders…, op. cit.*, p. 34.
31. Voir également le compte-rendu de ces positions dans *Der Spiegel*, 12 juin 1972.

Au-delà des milieux économiques et de la classe politique, la normalisation de la dette bénéficia d'importants relais tels que les syndicats ouvriers, favorables à un endettement permettant de garantir l'emploi[32]. Les organisations patronales, en particulier le *Bund Deutscher Arbeitgeberverbände*, soutenaient également, pour d'autres raisons, une normalisation de la dette au début des années 1970. Elles y voyaient notamment un moyen d'obtenir davantage d'investissements publics tout en évitant les hausses d'impôts[33].

L'idée d'une normalisation de la dette publique se diffusa ainsi largement dans la société allemande, au point que le secrétaire d'État au ministère des Finances, Manfred Schüler, put affirmer en 1975 devant le Bundestag, alors que le gouvernement s'apprêtait à faire voter le plus important endettement de l'histoire de la République fédérale : « Nous allons nous endetter de quelques milliards de marks supplémentaires : et alors ? »[34] Les termes du débat semblaient même se déplacer de plus en plus de la légitimité de la dette aux limites à apporter à son recours. Pour nombre de décisionnaires politiques, il ne s'agissait plus tant de savoir s'il fallait s'endetter, mais de combien.

B. Limiter l'endettement : consolider la dette

En dépit de la normalisation progressive de l'endettement, il n'existait toutefois pas de véritable consensus sur le sujet des limites de la dette, d'autant que l'opinion publique demeurait toujours largement sceptique, malgré les efforts déployés par les milieux politiques et économiques. En 1976, 88 % des Allemands se disaient inquiets du niveau de la dette[35]. En dépit des évolutions, les arguments des années 1950-1960 fondaient encore une peur des conséquences de la dette, largement présente dans l'opinion. En janvier 1979, 49 % d'entre eux considéraient comme « irresponsable que l'État continue à s'endetter à un niveau si élevé ». Ils étaient 66 % en mai 1981[36]. L'augmentation particulièrement rapide de l'endettement et l'exagération systématique de ses conséquences à court et moyen terme faisaient craindre une « troisième

32. Hans-Peter Ullmann voit même dans cet éphémère amalgame de divers lobbies favorables à l'endettement public une « coalition d'expansion » (« La fin de l'illusion de la dette… », art. cit., p. 95-97).

33. L'organisation patronale prit position clairement à travers une déclaration programmatique des entreprises allemandes sur l'évolution de la société. Voir notamment *Der Spiegel*, 12 juin 1972.

34. G. Bökenkamp, *Das Ende des Wirtschaftswunders…, op. cit.*, p. 34.

35. *Wirtschaftswoche*, 27 août 1976, p. 21.

36. Élisabeth Noelle-Neumann et Edgar Piel (dir.), *Allensbacher Jahrbuch der Demoskopie 1978-1983*, t. 8, Munich, Saur, 1983, p. 382.

inflation allemande » après celles de 1923 et de 1948. La presse libérale et spécialisée soulignait également que l'endettement public limitait d'autant la possibilité pour les acteurs privés de trouver des financements. Enfin, l'idée d'une politique mettant en péril l'avenir les générations futures ciblait particulièrement les familles.

La critique du niveau d'endettement gagna rapidement du terrain dès lors que la lutte contre la crise économique et ses effets sociaux nécessita des dépenses plus massives et non financées. À partir de 1975, les relances gouvernementales et les subsides versés aux organismes sociaux contribuèrent à un tournant dans l'opinion et la classe politique vers une limitation de l'endettement public. De même que le recours à la dette avait été dans un premier temps préconisé par les économistes dans les années 1960, la limitation de l'endettement fut alors appelée de leurs vœux par la Bundesbank, le Conseil des experts économiques et les organismes de conseil gouvernementaux[37]. Il en fut de même des représentations du patronat et des chambres de commerce et d'industrie, qui craignaient désormais de devoir payer un jour la dette par l'impôt. Dans la classe politique, les libéraux du Parti libéral-démocrate (FDP) firent de la limitation de la dette un élément de leur identité politique et d'alliance avec l'aile conservatrice du SPD. Face à la coalition SPD-FDP des gouvernements Brandt (1969-1974) et Schmidt (1974-1982), la CDU/CSU souligna rapidement le manque de sérieux budgétaire et le danger de la croissance de l'endettement[38].

L'accroissement rapide du niveau de la dette à partir du milieu des années 1970 devait ainsi devenir un élément majeur du débat politique, donnant à la question de la dette une importance sans précédent dans l'histoire de la jeune République. Alors que cette question technique était essentiellement réservée à la presse spécialisée dans les années 1950-1960, la politique financière du gouvernement et le problème de la dette investirent l'espace médiatique. Chaque année des milliers d'articles de presse, ainsi que de très nombreuses émissions de radio et de télévision furent consacrées à la question. Experts économiques et responsables politiques spécialisés y trouvaient une tribune régulière, en particulier lors des grandes étapes de la préparation, de la présentation et du vote du budget fédéral. Les débats étaient alimentés par les études contradictoires d'instituts spécialisés dans les questions économiques. Les prises de position allaient bien

37. Sur l'évolution de la position du *Sachverständigenrat* durant les années 1970 et son abandon de la théorie de la demande, voir notamment Olaf Sievert, « Vom Keynesianismus zur Angebotspolitik », *in* Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (dir.), *Vierzig Jahre Sachverstandigenrat 1963-2003*, Wiesbaden, 2003, p. 34-46.

38. Sur les différents acteurs de cette « coalition de consolidation », voir H.-P. Ullmann, « La fin de l'illusion de la dette… », art. cit., p. 99-101.

au-delà des spécialistes des questions économiques. Deux semaines avant les élections législatives de 1980, les évêques allemands diffusèrent en chaire une lettre pastorale déplorant que l'Allemagne fédérale soit « en danger de vivre au-dessus de ses moyens » et de grever ainsi « les conditions d'existence de [ses] enfants[39] ». Il s'agissait d'un appel de l'Église catholique à voter CDU/CSU pour sanctionner la politique du gouvernement SPD-FDP. En 1980, le futur ministre des Finances du gouvernement d'Helmut Kohl, Gerhard Stoltenberg, constatait avec satisfaction : « L'endettement public, les finances publiques étaient il y a deux ans encore l'affaire de quelques experts, aujourd'hui c'est un thème grand public[40] ».

C. La question de la dette, facteur de crise politique

Ce débat sur la dette constitua un élément déterminant, voire l'une des causes des crises qui agitèrent la vie politique ouest-allemande entre la fin des années 1960 et le début des années 1980. Devenant peu à peu un thème du débat public en 1966-1967, la dette pesa d'abord sur la chute du gouvernement de Ludwig Erhard et la fondation de la première grande Coalition. Face à la menace de récession à l'été et à l'automne 1966, la majorité libérale et chrétienne-démocrate au pouvoir depuis 1949 se déchira autour d'une discussion interne sur la priorité à la stabilité ou à la croissance, dont l'enjeu était l'acceptation de hausses d'impôts et d'une politique de relance par l'endettement. Le refus de cette dernière par les ministres libéraux (FDP) provoqua leur démission le 27 octobre 1966 lors du débat budgétaire. La constitution le 1er décembre d'un gouvernement de grande Coalition entre la CDU/CSU et le SPD avait pour objectif principal de lutter contre la crise par un changement de politique économique et financière, en particulier grâce à l'élargissement des possibilités légales d'un recours à l'endettement de l'État par une modification de la Loi fondamentale que seule une majorité parlementaire des deux tiers pouvait permettre de voter[41]. Ce premier tournant politique de l'histoire de la jeune République fut ainsi l'une des conséquences de l'évolution du débat public sur la dette en faveur d'un endettement plus important au service de la croissance.

---

39. *Die Zeit,* 19 septembre 1980, cit. *in* H.-P. Ullmann, « La fin de l'illusion de la dette… », art. cit., p. 102.

40. *Die Zeit,* 3 octobre 1980, cit. *in* H.-P. Ullmann, « La fin de l'illusion de la dette… », art. cit., p. 104.

41. Kurt-Georg Kiesinger, « Regierungserklärung vom 13. Dezember 1966 ».

Si le débat sur la dette ne joua qu'un rôle limité lors de l'élection de Willy Brandt et de la mise en place d'un gouvernement social-démocrate à l'automne 1969, la question ressurgit rapidement et régulièrement au cours de la législature. L'accroissement rapide des déficits et leur financement par l'endettement en période de croissance au début des années 1970 alarmèrent les ministres fédéraux des Finances successifs. En mai 1971, Alex Möller demanda le retour à l'équilibre budgétaire et exigea davantage de discipline de la part des autres ministres. Face au refus de ses collègues, persuadés que l'endettement pouvait se poursuivre, il remit sa démission[42]. Un an plus tard, son successeur, Karl Schiller, se heurta à des réticences encore plus grandes aux restrictions budgétaires à l'approche des élections législatives. S'il choisit finalement de tomber sur les questions monétaires en juillet 1972, le problème des déficits publics l'avait déjà largement coupé de la plupart de ses collègues[43]. La discussion sur le budget avait d'ailleurs provoqué auparavant un large débat public, qui devait aboutir à la dissolution du Bundestag en septembre 1972. L'opposition s'était emparée de la question budgétaire dès le printemps, en accusant le gouvernement de vouloir cacher l'ampleur des difficultés budgétaires[44] suite à l'accroissement de l'endettement public de 7 milliards de deutschemarks. La CDU/CSU en avait fait l'un des arguments de la procédure de vote de défiance constructif contre le gouvernement de Willy Brandt, qui avait finalement échoué en avril 1972. Certes, le rejet de l'*Ostpolitik* par l'opposition joua un rôle majeur dans cette crise, mais la question budgétaire fut également un élément déterminant de sa non-résolution dans les semaines qui suivirent l'échec du vote. Sans majorité pour faire adopter le budget suite à la défection de certains députés libéraux et sociaux-démocrates, le gouvernement tenta de négocier avec l'opposition un compromis prévoyant notamment une réduction de l'endettement[45]. L'échec de ces discussions mena à la dissolution du Bundestag en septembre et à de nouvelles élections en novembre 1972, qui donnèrent une large majorité à la coalition sociale-libérale.

Par la suite, la question de l'endettement croissant de l'État, des Länder et des collectivités demeura au cœur des débats politiques et devint peu à peu un véritable thème de campagne, en particulier lors des élections législatives de 1976 et 1980. La CDU/CSU dans l'opposition chercha à présenter Helmut Schmidt

42. G. Bökenkamp, *Das Ende des Wirtschaftswunders…, op. cit.*, p. 11-12 et 17-18.
43. *Ibid.*, p. 20-28.
44. Voir notamment les prises de position d'Albert Leicht dans *Deutschland-Union-Dienst*, 20 avril 1972.
45. G. Bökenkamp, *Das Ende des Wirtschaftswunders…, op. cit.*, p. 23.

– qui avait succédé à Willy Brandt en mai 1974 – comme le « chancelier des dettes ». En 1979, deux experts économiques du Parti chrétien-démocrate, Kurt Biedenkopf et Meinhard Miegel, firent paraître l'ouvrage *La Crise programmée*, qui connut un certain succès en dénonçant l'endettement de l'État fédéral[46]. De son côté, le chancelier répondit en accusant le programme d'économies budgétaires de la CDU/CSU de « menacer la paix sociale » et, par conséquent, la jeune démocratie ouest-allemande[47].

Au-delà de l'opposition, l'accroissement rapide de l'endettement divisait profondément la majorité entre libéraux et sociaux-démocrates, mais également le SPD lui-même. L'aile gauche du Parti réclamait toujours plus de dépenses publiques et la poursuite de réformes sociales ambitieuses, s'appuyant notamment sur l'idée que le niveau d'endettement ne devait pas être limité. Cette double division de la majorité sur la question budgétaire aboutit à la rupture de la coalition sociale-libérale et à la chute du gouvernement Schmidt en octobre 1982. Une fois de plus, des considérations de politique étrangère jouèrent un rôle capital dans l'affaiblissement de la coalition gouvernementale au cours de la crise des euromissiles, mais la question de la dette fut l'élément décisif de la décision des libéraux de quitter le gouvernement. En septembre 1982, le ministre fédéral de l'Économie, Otto Lambsdorff, publia un document de rupture (*Scheidungspapier*)[48] dans lequel il critiquait une politique gouvernementale trop peu favorable au marché et un endettement public trop important, alors que celui-ci atteignait un nouveau record dans le budget 1982. Refusant de voter le budget 1983, les libéraux appuyèrent le vote de défiance constructif qui aboutit à la chute du gouvernement Schmidt et à l'arrivée au pouvoir d'Helmut Kohl le 1er octobre 1982. Le texte publié par Lambsdorff inspira le programme économique du nouveau gouvernement et son auteur demeura ministre fédéral de l'Économie dans le nouveau gouvernement. Dans sa déclaration gouvernementale du 13 octobre 1982, Helmut Kohl soulignait : « Notre objectif est net et précis : vers un État ordonné par des finances en ordre[49] ».

---

46. Kurt H. Biedenkopf et Meinhard Miegel, *Die programmierte Krise*, Stuttgart, Bonn Aktuell, 1979. Sur l'ouvrage, voir notamment H.-P. Ullmann, « La fin de l'illusion de la dette… », art. cit.
47. *Wirtschaftswoche*, 7 mai 1976, p. 16.
48. Otto Lambsdorff, « Memorandum des Bundeswirtschaftsministers vom 9. September 1982 – Konzept für eine Politik zur Überwindung der Wachstumsschwäche und zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit, *in* Klaus Bölling (dir.), *Die letzten 30 Tage des Kanzlers Helmut Schmidt. Ein Tagebuch*, Reinbeck bei Hamburg, Rowohlt Taschenbuch Verlag, 1982, p. 141.
49. Helmut Kohl, « Regierungserklärung vom 13. Oktober 1982 ».

III. LES CONSÉQUENCES DU DÉBAT

Le débat sur la dette en République fédérale d'Allemagne eut ainsi des conséquences politiques à court terme en provoquant des changements de gouvernement et des remaniements à l'échelon fédéral, comme dans les Länder. Il eut également des conséquences à plus long terme, en remettant notamment en cause la politique de réformes amorcée au milieu des années 1960 autour de la critique d'une société figée et d'un nécessaire approfondissement social de la démocratie. La rupture de la coalition sociale-libérale en 1982 marquait également la fin de l'ère des réformes incarnée au tournant des années 1960-1970 par Willy Brandt. Le changement de la conjoncture économique était naturellement le premier facteur de cette évolution en accentuant les effets budgétaires des réformes antérieures. Alors que l'on prévoyait des surplus pour les assurances sociales au début des années 1970, la crise économique provoqua une situation de lourd déficit à combler par l'État fédéral. Dans ces conditions, il devenait difficile de poursuivre l'élargissement des droits sociaux et l'approfondissement des réformes prévues et parfois annoncées en matière de retraite et de couverture chômage. De même, l'embauche massive de fonctionnaires pour faire face aux nouvelles tâches de l'État entraîna des conséquences budgétaires de plus en plus difficiles à maîtriser au milieu des années 1970.

L'année 1975 constitua un tournant en matière de déficits publics. Le déficit record de 23 milliards de deutschemarks destiné notamment à financer la politique de relance contraignit l'État à contracter des emprunts à un niveau tout à fait exceptionnel. Outre le choc provoqué par ces montants jamais enregistrés jusqu'alors en République fédérale, l'endettement apparaissait de plus en plus incontrôlé, fruit d'une politique financière incapable de prévoir. L'accroissement trop rapide des prestations de retraite, la hausse brutale du chômage, les effets de la crise sur l'impôt, tous ces facteurs semblaient remettre en question la capacité des experts et de la classe politique à anticiper les dépenses et à en assurer le financement. Avec la croissance de la dette s'effondraient l'optimisme et la confiance dans l'expertise financière, qui avaient sous-tendu le recours massif à l'endettement public depuis la fin des années 1960[50].

Un tel retournement remettait ainsi en question les fondements du climat réformateur. Dès 1975, le ministre fédéral des Finances, Hans Appel, soulignait la fin de l'ère des réformes et le caractère durable de la rigueur imposée par l'endettement consenti alors par l'État : « Durant des années, il ne pourra

50. T. Schanetzky, *Die große Ernüchterung…, op. cit.*, p. 233-252.

plus y avoir de réformes[51] ». Le leader de la CDU à la commission du budget du Bundestag, Peter Althammer, allait même jusqu'à prévoir la fin des investissements publics jusqu'aux années 1990[52]. Les discours du gouvernement et de l'opposition semblaient ainsi s'accorder pour faire une pause dans les réformes sociales et les investissements publics le temps de permettre à l'économie ouest-allemande de digérer les coûts des réformes des années 1960-1970. L'hebdomadaire *Der Spiegel* constatait également dès 1975 que pour nombre de responsables politiques, les limites de l'endettement public étaient désormais atteintes : « La pensée conservatrice, longtemps en retrait, revient en toute simplicité. Le vocabulaire de la réforme, mot d'ordre rayonnant du départ vers l'avenir social, a disparu de la langue politique. La mode est au prussien : économie, solidarité, modération. Seul celui qui prêche la renonciation peut compter sur le soutien et la confiance publique[53]. »

La question d'une pause dans les réformes sociales et de restrictions budgétaires dans les ministères avait émergé dès les années 1971-1972 et provoqué la démission de deux ministres des Finances du gouvernement fédéral. Ces restrictions se concrétisèrent davantage dans la seconde moitié des années 1970, entraînant des suppressions d'emplois dans certains services publics, la réforme de la Bundesbahn pour en réduire le déficit, la réduction des aides et subventions, la limitation des aides sociales. De telles mesures ne pouvaient toutefois qu'avoir un effet limité sur l'ensemble des déficits et de l'endettement dans la mesure où les réformes précédentes, dont les effets budgétaires provoquaient une large part des déficits, n'étaient pas remises en question.

Si le gouvernement social-libéral mené par Helmut Schmidt amorça la lutte contre les déficits et l'endettement[54], le gouvernement Kohl en fit un axe majeur de sa politique à partir du renversement de la majorité parlementaire en octobre 1982[55]. Confirmé dans les urnes en mars 1983 en s'appuyant sur un programme de consolidation budgétaire, le nouveau gouvernement entendait appliquer des mesures dites « néolibérales » de réduction de l'État-providence. Une discussion publique fut lancée sur les moyens de réduire les subventions et les aides de l'État et de rationaliser les dépenses. La croissance du budget fut limitée à 2 % en 1984 et à 3 % dans les années suivantes. Des restrictions

51. G. Bökenkamp, *Das Ende des Wirtschaftswunders…, op. cit.*, p. 95.

52. Parlamentsarchiv, Haushaltausschuss-Kurzprotokolle, 7. Bundestag (8.) Band 9, 108. Sitzung, 4 décembre 1975, p. 29.

53. « Mit leeren Händen in den Wahlkampf », *Der Spiegel*, 1er septembre 1975.

54. Bernd Faulenbach, *Das sozialdemokratische Jahrzehnt*, Bonn, Dietz, 2011, p. 723 et s.

55. Frank Bösch, *Macht und Machtverlust*, Stuttgart, DVA, 2002 ; A. Wirsching, *Abschied vom Provisorium…, op. cit.* ; Jeremy Leaman, *The Political Economy of Germany under Chancellor Kohl and Schröder*, New York, Berghahn, 2009 ; Hans-Peter Schwarz, *Helmut Kohl*, Munich, DVA, 2012.

budgétaires à hauteur de 6,5 milliards de deutschemarks furent consenties en 1984, en particulier en réalisant des économies sur le salaire des fonctionnaires et le montant des indemnités chômage, mais également grâce à des hausses d'impôts. Au cours des années 1980, le niveau des dépenses sociales dans leur ensemble chuta de 33 à 30 %[56]. L'objectif initial d'une réduction de l'endettement annuel de l'État fut atteint avec un recul de celui-ci de 39 milliards en 1984 à 25 milliards en 1987[57]. Toutefois, le niveau du début des années 1980 était tel que l'endettement servait désormais principalement au remboursement des intérêts, entretenant une spirale à long terme[58]. En outre, la réduction du niveau de dépenses demeura relative, ces dernières passant de 50 % en 1982 à 46 % en 1989[59]. Dans ces conditions, la dette continua de progresser durant les années 1980, avant d'exploser au début de la décennie suivante après le choix de financer la réunification par la dette[60].

En dépit de ces conséquences limitées dans la politique financière de la République fédérale dans les années 1980, le débat sur la dette eut toutefois un effet majeur sur la définition d'un seuil du déficit et des limites de l'endettement public. Si la question n'avait jamais été éludée, les limites de l'endettement avaient d'abord été fixées en fonction de la croissance économique en dehors des périodes de crise. La loi de stabilité et de croissance de 1967 fixait des limites constitutionnelles à l'endettement annuel de l'État, qui ne pouvait pas dépasser le montant des investissements publics[61]. À plusieurs reprises au cours des années 1970, l'opposition chrétienne-démocrate avait ainsi dénoncé le caractère illégal du budget en matière d'endettement. Le gouvernement s'était alors appuyé sur l'exception prévue par la loi en cas de crise économique. Dès lors, l'installation dans la durée d'une croissance réduite et d'un chômage de masse annula la portée de cette limite de l'endettement dans la seconde moitié des années 1970. La communauté scientifique aussi bien que la classe politique cherchèrent à définir de nouvelles limites théoriques et légales à l'endettement public. Avant 1975, la Bundesbank avait prescrit une limite de 2 % de déficit de l'État en cas d'utilisation complète de l'appareil de production dans le souci d'éviter une ponction trop importante de crédit au détriment des acteurs privés[62]. Après 1975, l'appareil de production n'étant plus utilisé à plein, cette limite ne

56. H.-P. Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat…, op. cit.*, p. 209.
57. A. Wirsching, *Abschied vom Provisorium…, op. cit.*, p. 264-288.
58. M. Hansmann, *Vor dem dritten Staatsbankrott…, op. cit.*, p. 12.
59. H.-P. Ullmann, *Der deutsche Steuerstaat…, op. cit.*, p. 212.
60. *Ibid.*, p. 213-221.
61. Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft vom 8. Juni 1967.
62. Parlamentsarchiv, Haushaltausschuss-Kurzprotokolle, 8. Bundestag (8.) Band 9, 94. Sitzung, 28 novembre 1979, Intervention de Helmut Schlesinger, p. 18-19.

fut plus qu'un repère pour les organismes chargés de la planification financière des Länder et de l'État fédéral. Le déficit de ce dernier dépassa les 3 % dès 1979[63]. La conjoncture de crise avait ainsi peu à peu affranchi les responsables politiques des limites de l'endettement prescrites par la législation et les instances économiques du pays, sans qu'il soit possible d'en définir précisément d'autres, faute en particulier d'un débat scientifique tranché sur la question des seuils de soutenabilité de l'endettement public.

Même si ces débats politico-économiques ne débouchèrent pas sur un renversement complet de la politique budgétaire, ils n'en marquèrent pas moins durablement la culture d'une élite politique ouest-allemande pour laquelle la question de la dette demeura une préoccupation majeure durant les années 1990-2000, et même au-delà. Nombre de futurs responsables de premier plan des questions économiques et financières firent alors leurs premières armes en politique et forgèrent leurs conceptions de la gestion budgétaire et financière de l'État. Theodor Waigel, futur ministre fédéral des Finances d'Helmut Kohl entre 1989 et 1998, et à ce titre l'un des pères de l'euro et des critères de Maastricht, était membre CDU/CSU de la commission du budget du Bundestag durant les années 1970, puis porte-parole de son groupe parlementaire pour les questions économiques. L'un de ses successeurs au ministère fédéral des Finances (2009-2017), Wolfgang Schäuble, incarnation de la rigueur budgétaire allemande dans la crise de la dette dans la zone euro au cours des années 2010, était expert budgétaire du groupe parlementaire CDU/CSU au Bundestag en 1983 lors de la redéfinition de la politique budgétaire par le gouvernement Kohl. À ce titre, il fut l'un des artisans de l'adoption d'une politique plus rigoureuse de limitation de l'endettement public en République fédérale.

Cette nouvelle culture budgétaire des élites allemandes reposait à la fois sur le double acquis des débats sur la dette des années 1970 :

– une normalisation du recours à l'endettement public comme instrument de politique économique telle que la prévoyait la loi de stabilité et de croissance de 1967 ;

– une nécessaire limitation de l'endettement à un rôle conjoncturel à travers la réduction des déficits structurels et le refus d'en faire un instrument de redistribution économique.

Ces deux aspects éclairent en partie les orientations de la diplomatie allemande en matière de politique financière européenne dans les décennies suivantes, au moment de la création de l'euro avec les critères de limitation de

63. *Ibid.*

l'endettement public, ainsi que dans les années 2000-2010 autour du principe du paiement des dettes par les États, de la limitation des déficits structurels et de la politique de rigueur comme réponse aux crises de la dette. Ces préoccupations et solutions allemandes aux questions d'endettement en Europe ont été forgées dans les débats intérieurs des années 1970.

Conclusion

L'importance et l'ampleur exceptionnelles du débat sur l'endettement public en République fédérale reflètent ainsi non seulement le rôle qu'il joua à son époque dans la vie politique ouest-allemande, mais également sa place à l'origine de nombre de décisions ultérieures en Europe. Ce débat a profondément divisé les familles politiques. La CDU/CSU s'est ainsi durablement éloignée de l'ordo-libéralisme d'Erhard, qui avait pourtant fondé l'économie sociale de marché dont se réclame la démocratie chrétienne allemande. Le FDP a accepté davantage de dette, avant de la rejeter lors de son congrès de 1977 pour prôner une politique de plus en plus libérale dans ce domaine. Enfin, le SPD s'est enlisé dans des discussions théoriques influencées par les différentes solutions néo-keynésiennes. Divisant les partis, les débats politico-économiques ont ainsi constitué une source d'instabilité politique récurrente, forçant chacun d'eux à redéfinir son positionnement en matière de politique économique et à refonder sa culture politique en ce domaine autour d'un compromis commun : normalisation conjoncturelle et limitation structurelle de l'endettement.

Cette redéfinition du rapport politique à la dette en République fédérale d'Allemagne a été d'autant plus difficile que l'opinion publique fut, durant toute la période, largement hostile à ce moyen de financement. Le faible seuil d'acceptabilité politique de l'endettement dans la culture économique allemande explique en grande partie l'ampleur de l'instabilité politique que suscita ce facteur spécifique. Nulle part ailleurs dans les pays occidentaux confrontés à des niveaux d'endettement similaires on ne vit des conséquences politiques aussi fortes durant près de deux décennies.

Enfin, l'instabilité suscitée par la question de l'endettement s'explique également par les enjeux politiques spécifiques du problème économique dans le contexte d'une démocratie en cours de stabilisation. La dette fut ainsi à la fois présentée comme un moyen de consolider la démocratie par le biais d'une politique sociale plus approfondie, puis comme un danger pour une démocratie menacée par un surinvestissement de l'État et la faillite économique. Le débat sur la dette se trouve ainsi profondément lié, en Allemagne, à la question de la stabilisation de la démocratie.

NOTICES DES AUTEURS

BARREYRE (Nicolas)

Maître de conférences à l'EHESS, Nicolas Barreyre est historien des États-Unis du XIX^e^ siècle, et s'intéresse particulièrement à l'économie politique et à l'État américain d'avant le tournant administratif du XX^e^ siècle. Il a dirigé récemment, avec Nicolas Delalande, un projet collaboratif international d'histoire politique globale des dettes publiques (en cours de publication). Il est l'auteur de *L'or et la liberté. Une histoire spatiale des États-Unis après la guerre de Sécession*, Paris, Éditions de l'EHESS, 2014, paru en anglais sous le titre *Gold and Freedom: The Political Economy of Reconstruction*, Charlottesville, University Press of Virginia, 2015. Il est membre du comité de rédaction des *Annales. Histoire, Sciences Sociales,* et co-directeur de son édition en langue anglaise.

BÉAUR (Gérard)

Directeur de recherche émérite au CNRS et directeur d'études à l'École des hautes études en sciences sociales, Gérard Béaur est spécialiste d'histoire économique (il a été président de l'Association française d'histoire économique), ses recherches concernent le monde rural et la circulation de la terre et de l'argent au cours des XVIII^e^-XIX^e^ siècles. Ses travaux portent notamment sur le crédit privé dans les économies anciennes et ils se sont orientés depuis quelques années vers le problème de la dette publique. Il a co-dirigé l'ouvrage sur *La dette publique dans l'histoire* édité par le Comité pour l'Histoire économique et financière de la France en 2006. Il a publié : « La dette publique, une fatalité historique ? », dans le *Rapport moral sur l'argent dans Le Monde*, Association d'économie financière, 2011-2012 et « Is this time différent ? Historiciser le surendettement des États », *in* Jean-Paul Barrère et *al.* (dir.), *Les Trames de l'histoire. Entreprises, territoires, consommations, institutions. Mélanges en l'honneur de Jean-Claude Daumas*, Besançon, Presses universitaires de Franche-Comté, 2017, p. 513-522.

BÉRENGER (Jean)

Professeur émérite à l'université de Paris-Sorbonne, président d'honneur de la société d'Études du XVII^e siècle, spécialiste de l'histoire politique, militaire et financière des pays d'Europe centrale et orientale, et notamment des États des Habsbourg d'Autriche à l'époque moderne, Jean Bérenger a notamment publié sa thèse sur *Finances et absolutisme autrichien dans la seconde moitié du XVII^e siècle*, Paris, Publications de la Sorbonne, 1975 ; une *Histoire de l'Empire des Habsbourg de 1273 à 1918*, Paris, Fayard, 1990 ; *L'Empire Austro-Hongrois*, Paris, Armand Colin, 2^e édition, 2011 ; *La Hongrie des Habsbourg* , tome 1, 1526-1790, Rennes, Presses universitaires de Rennes, 2010.

COMIN (Francisco)

Professeur d'histoire économique à l'université d'Alcalá de Henares (Espagne), spécialiste d'histoire économique et financière, Francisco Comín a obtenu le National History Award 1990 pour son livre *Hacienda y Economía en la España Contemporánea, 1808-1936*, Ministerio de Economía y Hacienda, Instituto de Estudios Fiscales, 1989 ; le prix de recherche du ministère des Finances en 2002 pour le livre *Alejandro Mon y Menéndez (1801-1882). Pensamiento y Reforma de la Hacienda,* Instituto de Estudios Fiscales, 2002 et le prix de Docentia de l'Association espagnole d'histoire économique en 2013 pour son *Historia Económica Mundial. De los orígenes a la actualidad,* Madrid, Alianza Editorial, 2011. Il a également publié *Historia de la Hacienda pública: Europa y España,* Editorial Crítica, 1996 ; *Historia de la cooperación entre las Cajas. La Confederación Española de Cajas de Ahorros (1928-2007)*, Madrid, Alianza Editorial, 2008 ; avec Bartolomé Yun-Casalilla et Patrick O'Brien *The Rise of Fiscal States: A Global History, 1500-1914*, Cambridge, Cambridge University Press, 2012 ; avec Miguel Martorell Linares, *La Hacienda Pública en el franquismo. La guerra y la autarquía, 1936-1959*, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, 2013 ; avec Mauro Hernández, *Crisis económicas en España,* 1300-2012, Madrid, Alianza Editorial, 2013 ; avec Carlos Álvarez Nogal, *Historia de la deuda pública en España (siglos XVI-XXI)*, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, 2015.

CONTI (Giuseppe)

Professeur d'histoire économique à l'université de Pise (Italie), ses recherches concernent l'histoire de la banque et des systèmes financiers, XIX^e-XX^e siècles.

Actuellement Giuseppe Conti travaille sur l'économie et les finances durant la Révolution française. Ses publications récentes : avec Rosanna Scatamacchia, « L'état de la confiance. Crises financières et crises politiques dans l'Italie libérale d'avant 1914 », *in* Alya Aglan, Michel Margairaz et Philippe Verheyde (dir.), *Crises financières, crises politiques en Europe dans le second XIXe siècle. La Caisse des dépôts et consignations de 1848 à 1918*, Genève, Librairie Droz, 2011 ; avec Carlo Brambilla, « New bottles, old wine ? Concentrations and performances in Italian banking 1980s-2000s », *in* Michel Lescure (dir.), *Immortal Banks. Strategies, structures and performances of major banks,* Genève, Droz, 2016 ; avec Maria Carmela Schisani, « L'evoluzione storica e l'organizzazione dei mercati attraverso moneta e finanza », *in* Ronald Findlay et Kevin H. O'Rourke, *Potere e ricchezza. Una storia economica del mondo,* Turin, UTET, 2017.

DÉMIER (Francis)

Ancien élève de l'ENS, professeur émérite d'histoire contemporaine à l'université de Paris Ouest, ancien vice-président à la recherche puis aux relations internationales de son université, Francis Démier a publié *L'impossible retour du passé, La France de la Restauration, 1814-1830*, Paris, Gallimard, 2012 ; « La Caisse d'amortissement dans les débats politiques de la monarchie constitutionnelle (de 1814 aux lendemains de 1830) », *in* Alya Aglan, Michel Margairaz, Philippe Verheyde (dir.), *1816 ou la genèse de la Foi publique. La fondation de la Caisse des dépôts et consignations*, Genève, Droz, 2006 ; « Institutions financières et choix politiques à l'épreuve de la Révolution de 1848 », *in* Alya Aglan, Michel Margairaz, Philippe Verheyde (dir.), *Crises financières, crises politiques en Europe dans le second XIXe siècle. La Caisse des dépôts et consignations de 1848 à 1918*, Genève, Droz, 2011 ; *Les limites du libéralisme. Protectionnistes et libre-échangistes français*, Paris, Gallimard, à paraître en 2019.

DUBOIS (Mathieu)

Maître de conférences à l'université catholique de l'Ouest, agrégé et docteur en histoire contemporaine de l'université Paris-Sorbonne et de l'université d'Augsbourg (Allemagne). Mathieu Dubois est spécialiste de l'histoire franco-allemande et de l'Allemagne au XXe siècle, il a notamment publié *Génération politique : les années 1968 dans les jeunesses des partis politiques en France et en RFA*, Paris, Presses de l'université Paris-Sorbonne, 2014, avec Rainer Hudemann, *Historiographie allemande du temps présent*, numéro spécial de la

revue *HES – Histoire, économie et société*, 2/2016 (35) et *Les Conséquences économiques de Mai 68 : du désordre social français à l'ordre monétaire européen*, Bruxelles, Peter Lang, 2018.

DUCHAUSSOY (Vincent)

Historien, post-doctorant et ingénieur de recherche à l'université de Rouen, Vincent Duchaussoy est spécialiste de l'histoire des institutions financières dans les relations internationales, ses recherches portent sur le rôle des banques centrales, notamment à travers les unions monétaires et les dynamiques d'intégration régionale, en Europe comme en Afrique. Dans ce cadre, il a notamment consacré plusieurs articles à l'histoire de la zone franc après les décolonisations africaines, parmi lesquels : « Réforme institutionnelle et développement économique dans la zone franc en Afrique de l'Ouest », *International Journal of Francophone Studies,* n°19/1, mars 2016 et « Zones monétaires et développement : la zone franc, de la décolonisation à l'internationalisation », *Monde(s),* 2018/1, https://www.cairn.info/revue-mondes-2018-1-page-107.htm?contenu=article.

ERICSSON (Peter)

PhD, chercheur au département d'histoire de l'université d'Uppsala en Suède, Peter Ericsson a déjà travaillé sur les stratégies de communication de l'État suédois pendant la Grande Guerre du Nord. Il a présenté les principaux résultats dans *Stora nordiska kriget förklarat: Karl XII et son idéologie,* Uppsala, Acta Universitatis Upsaliensis, 2002. Il collabore actuellement avec Patrik Winton à la recherche sur le développement d'un marché de la dette publique en Scandinavie au XVIII^e^ siècle.

FARQUET (Christophe)

Titulaire d'un doctorat, Christophe Farquet est chercheur du Fonds national suisse de la recherche scientifique (FNS) au Département d'histoire contemporaine de l'université de Fribourg. Il a enseigné auparavant, dans les universités de Lausanne et de Genève. Ses recherches portent sur l'histoire contemporaine de la Suisse, l'histoire financière et l'histoire des relations internationales pendant la première moitié du XX^e^ siècle. Son dernier livre, *Histoire du paradis fiscal suisse*, a été publié aux Presses de Sciences Po en 2018.

FÉLIX (Joël)

Professeur d'histoire moderne à l'université de Reading (Grande-Bretagne), Joël Félix est spécialiste des questions financières et politiques sous l'Ancien Régime, il est l'auteur de *Finances et politique au siècle des Lumières. Le ministère L'Averdy, 1763-1768,* Paris, Comité pour l'Histoire économique et financière de la France, 1999 et de *Louis XVI et Marie-Antoinette. Un couple en politique*, Paris, Payot, 2006. Avec Julian Swann il a dirigé le volume *The crisis of the Old Regime,* Oxford University Press, British Academy, 2013 et, avec Anne Dubet, *The War within : Private interests and the Fiscal state in Early-Modern Europe,* Palgrave Macmillan, 2018. Son prochain livre, *The Fiscal Origins of the French Revolution,* doit paraître en 2020.

GARCÍA GUERRA (Elena María)

Les recherches à l'Institut d'histoire de la CSIC (Espagne) d'Elena María García Guerra se poursuivent autour de deux principaux axes. D'une part, l'étude du monnayage, des monnaies et des valeurs de leur cours en Castille au XVII^e^ siècle. D'autre part, le fonctionnement du crédit formel, informel et public en Castille aux XVI^e^ et XVII^e^ siècles, en prenant Madrid comme référence. Ces deux aspects de son travail peuvent être résumés dans ces publications : « Castilla ante su gran desafío monetario durante el siglo XVII : a modo de compendio temático y bibliográfico », *Annali dell'Istituto Italiano di Numismatica,* nº 61, 2015, p. 65-107 ; « Una profesión de riesgo. El mercader-banquero castellano durante el siglo XVI » *in* Angel Alloza Aparicio, Francisco Fernández Izquierdo et Elena García Guerra, (dir.), *Comercio, banca y sociedad en los reinos hispánicos (siglos XIV-XVIII)*, Madrid, Ed. Polifemo-CSIC, 2012, p. 82-105.

GUERRE (Stéphane)

Professeur agrégé d'histoire et docteur en histoire moderne de l'université Paris VIII-Vincennes-Saint-Denis, Stéphane Guerre porte ses recherches sur l'histoire financière et monétaire de la fin du règne de Louis XIV ainsi que sur la prise de décision politique et le fonctionnement réel de l'État absolu. Il s'est plus particulièrement intéressé au personnage de Nicolas Desmaretz, neveu de Colbert et dernier contrôleur général du règne de Louis XIV et a publié une biographie politique de ce ministre réformateur sous le titre *Nicolas Desmaretz, le Colbert oublié du Roi Soleil,* Ceyzérieu, Champ Vallon, 2019.

LE GOFF (Tim J. A)

Professeur émérite à l'université York (Toronto), membre associé de l'Institut de recherche sur les civilisations de l'Occident moderne (université Paris-Sorbonne) et membre de la Royal Historical Society (Angleterre), Tim J.A. Le Goff est l'auteur d'une cinquantaine d'ouvrages et d'articles d'histoire sociale et économique, maritime et financière, parmi lesquels : « How to finance an Eighteenth-Century war », *in* William M. Ormrod, Richard Bonney et Margaret Bonney (eds.), *Crises, Revolutions, and Self-Sustained Growth. Essays in European Fiscal History*, Stamford, Shaun Tyas, 1999, p. 377-413 ; « Monetary Unification under the French Monarchy », *in* P. Crowley (eds.), *Before and Beyond EMU. Historical Lessons and Future Prospects*, Londres, Routledge, 2002, p. 42-68 ; « L'État et la conjoncture financière des années 1780 », *in* Olivier Chaline (dir.), *Les Marines de la Guerre d'Indépendance américaine,* Paris, Presses de l'université Paris-Sorbonne, 2013, p. 335-364.

MAÎTRE (Didier)

Attaché principal d'administration de l'État à l'Agence France Trésor (AFT), Didier Maître y exerce la mission d'opérateur de marché. Après avoir été rédacteur dans le service de la dette non négociable à la direction de la Comptabilité publique, il rejoint la direction du Trésor et participe à la modernisation du système des adjudications de l'État et au suivi de l'activité des Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT). Il est expérimenté dans la gestion de la dette négociable de l'État et a contribué à son passage à l'euro, avant la création de l'AFT. Expert auprès du FMI pour le statut et la sélection des SVT, il a animé des séminaires sur les fonctions des services du Trésor dans la gestion de la dette publique ; il est également intervenant-formateur sur le thème du financement de l'État et du rôle de l'AFT à l'Institut de gestion publique et du développement économique (IGPDE). Il s'intéresse aux changements intervenus dans la gestion de la dette à partir du début des années quatre-vingt, tant au niveau des titres que des techniques d'émission et d'animation du marché.

MURPHY (Anne L.)

Professeure d'histoire et doyenne de la School of Humanities de l'université de Hertfordshire, Anne L. Murphy a récemment publié : *The Origins of English Financial Markets: investment and speculation before the South Sea Bubble*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009 ; en co-édition

avec Katia Béguin *State Cash Resources and State Building in Europe 13th - 18th Century*, Paris, IGPDE/Comité pour l'Histoire économique et financière de la France, 2017 ; « Inspection and efficiency at the eighteenth-century Bank of England », *Histoire et Mesure,* 2, 2015, p. 147-170 ; « Writes a fair hand and appears to be well qualified: recruiting Bank of England clerks at the start of the nineteenth century », *Financial History Review,* 22, 2015, p. 19-44, ainsi que « Dealing with the threat of reform: the Bank of England in the 1780s », *in* A. T. Brown, Andy Burn et Rob Doherty (dir.), *Crises in economic and social history: a comparative perspective,* Woodbridge, Boydell Press, 2015, p. 283-302.

PLATONOVA (Natalia Victorovna)

Maître de conférences au National Research University Higher School of Economics de Moscou, docteure en histoire et civilisations, Natalia Victorovna Platonova consacre ses recherches à l'histoire politique et financière de la monarchie russe. Depuis 2009, elle est chercheuse associée à l'Institut de recherches historiques du Septentrion de l'université de Lille. Parmi ses récentes publications : « L'arpentage général des terres en Russie comme projet impérial (1765-1861) », *Histoire & Sociétés Rurales,* 2018/2, Vol. 50, p. 109-157 ; « Accounting and the Reforms of Government in Eighteenth-Century Russia », *Jahrbücher für Geschichte Osteuropas*, 2017/2, Vol. 65, p. 200-238 ; « L'introduction de l'impôt sur le revenu en Russie impériale : la genèse et l'élaboration d'une réforme inachevée », *Revue historique de droit français et étranger,* 2015/2, p. 245-266 ; « Accounting, Merchants and the Commercial Literature in Eighteenth-Century Russia », *in* Yves Levant, Raluca Sandu, Henri Zimnovitch (dir.), *Mélanges en l'honneur de Yannick Lemarchand*, Paris, L'Harmattan, 2013, p. 69-89.

QUENNOUËLLE-CORRE (Laure)

Directrice de recherche au CNRS rattachée au Centre de recherches historiques, Laure Quennouëlle-Corre est une historienne économiste spécialisée en histoire monétaire et financière contemporaine. Ses axes de recherches portent plus particulièrement sur les politiques économiques, les banques et les places financières dans leur dimension nationale et internationale. Ses publications touchant au thème de la dette publique : *La place financière de Paris au XXe siècle. Des ambitions contrariées*, Paris, IGPDE/Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2015 ; « Les emprunts français vers les États-Unis 1914-1917 : vers un nouvel ordre monétaire international ? »

in Florence Descamps et Laure Quennouëlle-Corre (dir.) *La mobilisation financière pendant la Grande Guerre. Le front financier, un troisième front*, Paris, IGPDE/Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2015 ; « Dette publique et marchés de capitaux au XXe siècle » *in* Jean Andreau, Gérard Béaur et Jean-Yves Grenier (dir.), *La dette publique dans l'histoire*, Paris, IGPDE/Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 2006.

RAFFINOT (Marc)

Enseignant chercheur spécialisé sur les questions de développement, et notamment de financement du développement et d'endettement (pays pauvres très endettés, Turquie) à l'université Paris-Dauphine, LEDa-DIALA, Marc Raffinot a rédigé plusieurs ouvrages sur la question, notamment *La dette des pays en voie de développement*, 3e édition, juillet 2019, collection Repères, La Découverte, en collaboration avec Marin Ferry, et de nombreux articles en particulier sur les impacts des réductions de dette. Il a travaillé avec les ministères des Finances du Burkina Faso, du Mali et du Bénin sur les questions de prévision, de soutenabilité de la dette et de politiques de lutte contre la pauvreté. Il a enseigné pendant plusieurs années en Algérie et au Sénégal et actuellement enseigne à Sciences Po Paris et à l'École d'Économie de Paris.

SPOERER (Mark)

Depuis 2011, Mark Spoerer est professeur d'histoire économique et sociale à l'université de Ratisbonne, depuis 2017, il est président de la Gesellschaft für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte et depuis 2018, directeur de publication de *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte*. Ses recherches portent sur l'histoire macroéconomique, l'histoire des finances publiques, le travail forcé dans les deux guerres mondiales, la politique agricole commune de la CEE, le niveau de vie depuis le Moyen Âge, l'histoire des entreprises. Ses dernières publications sont *Zwangsarbeit unter dem Hakenkreuz* (Travail forcé sous la croix gammée), traduction en polonais 2005 et en tchèque 2015, Stuttgart – Munich, Deutsche Verlags-Anstalt (DVA), 2001 ; « The Evolution of Public Finances in Nineteenth-Century Germany », *in* José Luís Cardoso et Pedro Lains (dir.), *Paying for the Liberal State*. *The Rise of the Public Finance in Nineteenth-Century Europe*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010 ; *C&A. Ein Familienunternehmen in Deutschland, den Niederlanden und Großbritannien 1911-1961* [C&A. Une entreprise familiale en Allemagne, aux Pays-Bas et en Grande-Bretagne], traductions en anglais et en néerlandais, Munich, C.H. Beck Verlag, 2016.

STRAUS (André)

Directeur de recherche émérite au CNRS en histoire contemporaine, UMR 8533 - IDHE.S - Institutions et dynamiques historiques de l'Économie et de la Société.

VELDE (François R.)

Économiste au département de recherche économique de la Banque de Réserve fédérale de Chicago, les recherches de François Velde portent sur l'histoire économique, en particulier monétaire et financière. Il a auparavant enseigné l'économie à l'université de Johns Hopkins (Baltimore), et est titulaire d'un doctorat en sciences économiques de l'université de Stanford.

VERLEY (Patrick)

Enseignant successivement à l'université de Paris 1 puis, en tant que professeur à l'université de Paris 8, Patrick Verley a occupé ensuite, jusqu'en septembre 2009, la chaire d'histoire économique internationale à l'université de Genève. Ses recherches se sont orientées dans plusieurs champs : l'analyse comparative des industrialisations, l'analyse macroéconomique de la croissance, la consommation, le rôle économique de la production de luxe dans la croissance et la division internationale du travail, le marché financier parisien et le système économique international au XIX^e^ siècle. Dans les années 2000, en rapport avec ses enseignements à l'université de Genève portant sur le XX^e^ siècle, Patrick Verley a produit et conduit des recherches sur les systèmes économiques internationaux depuis 1914, sur la fonction économique des organisations internationales, sur les systèmes de compensation et l'histoire des crises de la dette souveraine de 1815 à nos jours**.**

WINTON (Patrik)

PhD, chercheur au département d'histoire de l'université d'Uppsala en Suède, Patrik Winton a publié des articles sur l'économie politique des emprunts d'État en Scandinavie au XVIII^e^ et au début du XIX^e^ siècles « L'économie politique du défaut stratégique : la Suède et les marchés des capitaux internationaux, 1810-1830 », *European Review of Economic History*, 20(4), 2016, p. 410-428 et « Contrôle parlementaire, débats publics et autonomie royale: la Suède, 1750-1780 », *Histoire & Mesure,* 30(2), 2015, p. 51-78.

TABLE DES MATIÈRES

Gérard BÉAUR et Laure QUENNOUËLLE-CORRE — *Introduction générale* 1

SURENDETTEMENT CHRONIQUE

Elena María GARCÍA GUERRA — *Des Habsbourg aux Bourbons : les modèles de financement de la dette publique en Espagne de la fin du XVII^e au XVIII^e siècle* 25

Joël FÉLIX — *« Ce maudit milliard qui deviendrait tôt ou tard la perte du royaume ». Banqueroutes et politique de la dette en France au XVIII^e siècle* 45

Giuseppe CONTI — *Les sorties de surendettement depuis la formation de l'État italien (1861-2010)* 69

Didier MAÎTRE — *Les sélections de spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) en France, de 1986 au passage à l'euro* . . . 87

SURENDETTEMENT LIÉ À LA GUERRE

Stéphane GUERRE — *Un ministre face à la crise de la dette publique à la fin du régne de Louis XIV* 121

Peter ERICSSON et Patrik WINTON — *Les politiques de crédit et de défaut : les finances publiques et les révolutions suédoises de 1719 et de 1809* 141

Francis DÉMIER — *Les métamorphoses de la dette publique dans la monarchie des Bourbons (1814-1830)* 163

Mark SPOERER — *La dette publique allemande après la Première Guerre mondiale : origines et politique de gestion* 185

FAIRE DÉFAUT

François R. VELDE *La dette en France de 1715 à 1726* 213

Francisco COMÍN *La gestion hétérodoxe de la dette souveraine espagnole aux XIX^e^ et XX^e^ siècles : un exemple à ne pas suivre* 239

Tim J. A. LE GOFF *Les crises de la dette nationale en France, 1724-1815* 263

LA DETTE AU CŒUR DES RELATIONS INTERNATIONALES

Patrick VERLEY *La crise de la dette argentine des années 1890 : un moment de la régulation économique internationale* 289

André STRAUS *Les négociations franco-soviétiques sur les emprunts russes* 317

Christophe FARQUET *« Le comité financier ne pense et ne travaille que pour le bien de l'Autriche ». Théories et pratiques budgétaires du comité financier de la Société des Nations lors de la stabilisation monétaire autrichienne des années 1920* 345

Marc RAFFINOT *Le surendettement des pays d'Afrique subsaharienne et les prêteurs multilatéraux* 365

Vincent DUCHAUSSOY *Du sous-régional au global : trois niveaux de gestion de la crise de la dette des années 1980 dans l'UMOA* 389

GÉRER AU MIEUX SA DETTE

Natalia Victorovna PLATONOVA — *La dette publique de la Russie impériale au XVIII^e siècle* 411

Jean BÉRENGER — *La gestion de la dette publique par les Habsbourg dans l'Autriche du XVIII^e siècle* 433

Anne L. MURPHY — *La restructuration de la dette de l'État en Grande-Bretagne (1693-1799)* 451

Nicolas BARREYRE — *Les avatars politiques de la dette américaine : la crise de la sécession et les transformations de l'État fédéral (1861-1913)* 475

Mathieu DUBOIS — *Le débat sur la dette publique en Allemagne fédérale dans les années 1970 : une crise politique fondatrice ?* 495

Notices des auteurs 513

Table des matières 523

DANS LA MÊME COLLECTION

State Cash Resources and State Building in Europe 13th -18th Century, Katia Béguin et Anne L. Murphy (eds.), 2017, Epub (en anglais) et html en ligne (accès restreint) : http://books.openedition.org/igpde/3806.

Ressources publiques et construction étatique en Europe XIIIe-XVIIIe siècle, sous la direction de Katia Béguin, 2015, Epub (en français) et html en ligne (accès restreint) : http://books.openedition.org/igpde/3934.

La place financière de Paris au XXe siècle. Des ambitions contrariées, Laure Quennouëlle-Corre, 2015, consultable en ligne (accès restreint) : https://books.openedition.org/igpde/3820.

La mobilisation financière pendant la Grande Guerre. Le front financier, un troisième front, Florence Descamps et Laure Quennouëlle-Corre (dir.), 2015, consultable en ligne (accès restreint) : https://books.openedition.org/igpde/4117.

La dette publique dans l'histoire, Jean Andreau, Gérard Béaur et Jean-Yves Grenier (dir.), 2006, Epub et html en ligne (accès restreint) : http://books.openedition.org/igpde/1180.

Économie et finances sous l'Ancien Régime. Guide du chercheur 1523-1789, Joël Félix, 1994. Réédition. La version électronique de cet ouvrage a été augmentée par un article d'Aurore Chéry intitulé : « Vingt ans de publication en histoire économique et financière de l'Ancien Régime : un bilan à partir de l'actualisation du guide de Joël Félix ». Article écrit à l'occasion de la réactualisation, en 2013, du chapitre II. « Bibliographie générale ». Epub et html en ligne (accès intégral) : http://books.openedition.org/igpde/2245.

Finances et politique au siècle des Lumières. Le ministère L'Averdy, 1763-1768, Joël Félix, 1999, consultable en ligne, https://books.openedition.org/igpde/1982.

Emprunts russes et investissements français en Russie, 1887-1914, René Girault, 1999.

L'invention de l'impôt sur le revenu. La taille tarifée, 1715-1789, Mireille Touzery, 1994, consultable en ligne, https://books.openedition.org/igpde/2061.

Retrouvez nos ouvrages sur
http://www.economie.gouv.fr/igpde et
http://books.openedition.org/igpde

Formaté typographiquement par JOUVE, Ormes

Achevé d'imprimer en France en Novembre 2019
sur les presses de JOUVE, Mayenne
N° 2834911N